

# 제약/바이오 2023

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
삼성바이오로직스	BUY (M)	1,120,000 (M)
유한양행	BUY (M)	69,000 (M)
한미약품	BUY (M)	350,000 (M)
HK 이노엔	BUY (M)	51,000 (M)
셀트리온	BUY (I)	240,000 (I)
셀트리온헬스케어	BUY (I)	100,000 (I)
알테오젠	BUY (M)	65,000 (D)

## 글로벌 시장에서 성장 모멘텀 찾아야

### 22년 리뷰: 실적이중요 했던 한해

할인율의 상승으로 미래 가치 성격의 R&D 성과보다는 현재 실적 가치가 주목 받았다. R&D 가치가 대부분인 바이오테크 기업들의 가치 하락이 가장 컸으며, 실적 성장이 컸던 삼성바이오로직스는 하락장 속에서도 견조한 주가 흐름을 보였다. 환율 효과가 실적에 주요하게 작용했던 한해로, 해외 매출 비중이 높은 삼성바이오로직스, 셀트리온과 중국 또는 미국 시장에서 유의미한 성장을 기록한 한미약품, 대웅제약의 실적 성장이 컸다.

### 23년 전망: 성장 모멘텀은 글로벌

CDMO, 바이오시밀러 등 해외 매출 비중이 절대적인 기업들의 23년 성장 전망은 긍정적이며 빅파마들의 생산 외주화와 특허 만료 의약품 증가로 바이오 시밀러 성장이 예상된다. 국내 대형 제약사들의 국내 매출 성장은 둔화될 것으로 보이며, 해외 시장에서의 수출, 로열티 수익 등이 성장 모멘텀이 될 수 있을 것으로 판단한다.

바이오테크들의 해외 기술 이전도 22년 급격한 감소 영향으로 23년부터 다시 증가할 것으로 기대한다. 30년까지 주요 의약품 특허 만료가 계속될 예정으로 빅파마들의 신약 파이프라인 확보 움직임이 다시 활발해질 것으로 기대한다.

### 삼성바이오로직스, HK이노엔 Top pick, 셀트리온 그룹 관심 필요

삼성바이오로직스, HK이노엔을 Top pick으로 추천한다. 삼성바이오로직스는 선수주를 통해 4공장 가동 효과를 극대화하고 있으며, 4공장 수주 완료 후 5공장 건설이 예상되는 외형 성장이 지속될 것으로 판단한다. 또한 바이오 시밀러 시장이 고속 성장할 전망으로 삼성바이오에 피스 실적이 추가적인 성장 변수가 될 것으로 기대한다.

HK 이노엔은 케이캡의 중국 NRDL 등재가 예상되며, 등재 이후 중국 내 매출 급증이 기대와 동남아, 남미 등 해외 수출, 유럽 파트너사 확보 등 케이캡의 글로벌 진출이 수년간 지속될 예정이다.

바이오 시밀러 시장 확대와 셀트리온 헬스케어의 미국 시장 직판 전환으로 셀트리온 그룹(셀트리온, 셀트리온헬스케어)를 관심주로 제시한다.

## 2022 리뷰: 불확실성 피하기

2022년 지속된 가파른 금리 인상은 R&D 파이프라인의 가치 평가 비중이 높은 제약/바이오 기업들의 급격한 밸류에이션 하락의 원인이었다. 그 영향은 현재 매출을 일으키지 못하고 있는 바이오텍들에게 가장 크게 나타났으며, 상대적으로 대형제약사나 CDMO, 바이오시밀러 기업의 주가는 견조하게 유지된 한해였다.

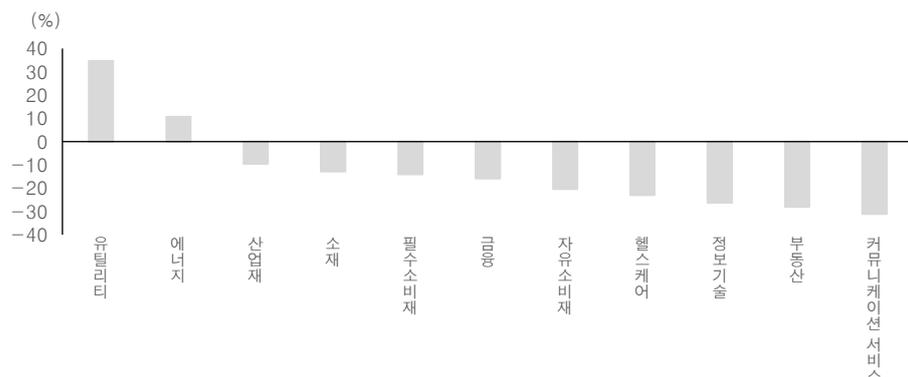
### 실적이 중요했던 22년

2022년은 R&D에 대한 기대감보다는 현재 실적이 중요하게 작용했던 한해로, 이익을 창출하는 대형제약사나 CMO, 바이오시밀러 기업들의 주가는 견조한 모습을 보였으나, R&D 가치 의존적인 바이오테크들은 급격한 기업가치 하락이 있었다.

이런 현상은 국내의 모두에서 나타났는데, 대형제약사, CMO 등으로 구성된 KOSPI(의약품)지수가 KOSDAQ(제약)보다 선방했다. 주요 헬스케어 기업 비중이 높은 XLV가 나스닥 바이오 기업 위주로 구성된 IBB, XBI에 비해 낮은 하락을 보였으며, 바이오 기업중에서도 이익 창출이 가능한 대형 바이오테크 비중이 높은 IBB가 XBI에 비해 견조한 흐름을 보였다.

기술 이전 건수와 규모도 국내와 글로벌 모두 감소하는 경향을 보였는데 이는 코로나 19와 유동성 시기 급격히 상승한 바이오테크 밸류와 빅파마들의 파이프라인 가치 평가 간의 괴리가 컸기 때문으로 판단하며, 화이자, 사노피 등 후속 신약 파이프라인 확보가 필수적인 빅파마들 위주로 기술 이전이 이루어졌다.

22년 연초대비 수익률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 22년 글로벌 주요 기술 이전(M&amp;A)

Announced date	Deal Type	Deal Value(b\$)	Licensee	Licensor
2022.3.10.	Acquisition	12.2	Pfizer	Biohaven Pharmaceuticals
2022.7.30.	Licensing Agreement	6.2	Roche	Poseida Therapeutics
2022.8.8..	Acquisition	5.4	Pfizer	Global Blood Therapeutics
2022.1.7.	Licensing Agreement	5.3	Sanofi	Exscientia PLC
2022.11.1.	Licensing Agreement	4.5	Seqirus Pty Ltd	Arcturus Therapeutics
2022.6.3.	Acquisition	4.1	BMS	Turning Point Therapeutics
2022.8.3.	Acquisition	3.7	Amgen	ChemoCentryx
2022.8.16.	Partnership	3.7	Merck&Co.	Orna Therapeutics
2022.5.31.	Acquisition	3.3	GSK	Affinivax
2022.2.27.	Asset Transaction	3.3	Biocon	Viatrix

자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

## 22년 국내 주요 기술 이전(M&amp;A)

기술 이전 기업	계약상대	제품명	계약규모(억원)
에이비엘바이오	사노피	ABL301	12,720
노벨티노빌리티	발렌자 바이오	NN2802	8,778
코오롱생명과학	주니퍼테라퓨틱스	TG-C	7,234
보로노이	메티스테라퓨틱스	고형암 대상 후보물질	6,680
등아 에스티	뉴로보 파마슈티컬	DA-1241/DA-1726	4,396
GC 셀	리바라	이문셀엘씨	비공개
티움바이오	한소제약	TU2670	2,208
SK 바이오팜	유로파마	세노바메이트	810

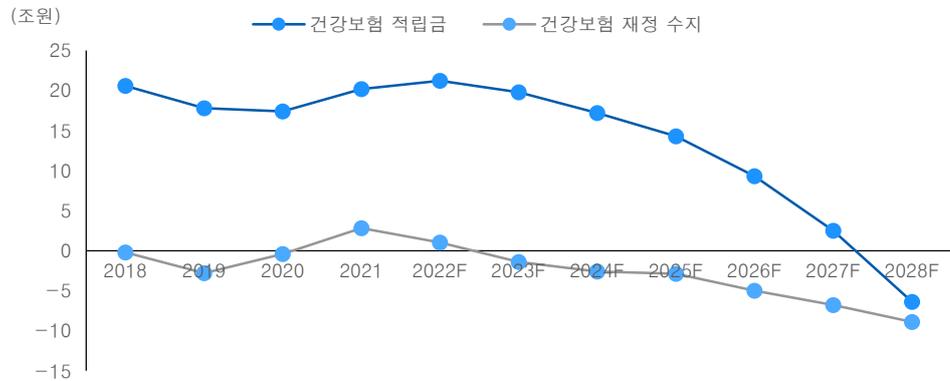
자료: 제약바이오협회, 유안타증권 리서치센터

## 23년 전망: 성장 모멘텀은 글로벌

### 대형 제약사: 해외에서 성장 모멘텀 찾기

코로나 19로 인한 병원 방문이 줄어든 효과 20,21년 건강보험 재정 수지가 흑자를 기록했으나 23년부터 다시 적자 전환이 예상되며, 적자 규모도 증가할 것으로 전망된다. 적자가 지속되며 21년 20.2조원 규모의 건강보험 적립금도 28년 모두 소진될 전망이다. 또한 22년 건강보험료율은 6.99%로 현재 상승 추세를 유지할 경우 26년 법정 상한인 8%에 도달할 예정으로 더 이상 추가적인 수입 확보가 어려워질 것으로 보인다. 수입 증가가 어려워짐에 따라 지출 감소 위주의 정책이 예상되며 의약품 가격 인하 또한 예외는 아닐 것으로 판단한다. 국내 약가 인하로 인한 매출 감소와 인도, 중국으로부터 수입하는 원료 의약품 비용 증가, 인건비 상승 등으로 원가 상승이 예상되며, 지속적인 이익 감소가 발생할 것이다. 특히 제네릭 의약품에 대한 가격 인하 가능성이 더 높을 것으로 보여 국내 시장 비중과 제네릭 의약품 매출 비중이 높을수록 이익 감소는 더욱 클 것으로 판단한다.

건강보험 재정 전망



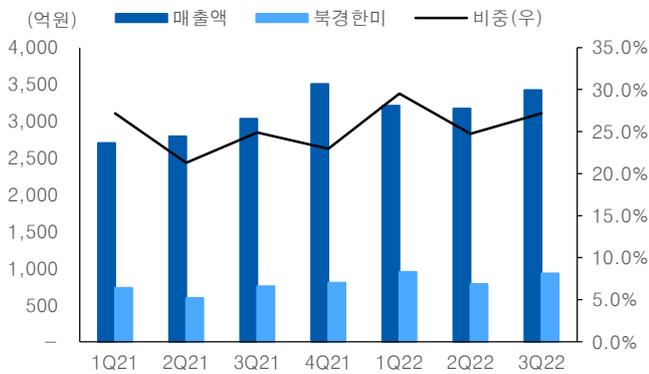
자료: 보건복지부, 기획재정부, 유안타증권 리서치센터

22년 실적 성장이 뚜렷했던 대웅제약, 한미약품의 가장 큰 특징은 해외 시장에서의 성장이 가파르게 이루어지고 있다는 것이었다. 대웅제약은 보툴리눔 독신 제품인 나보타(미국명: 주보)를 미국 에블루스에 공급하고 있으며, 메디톡스와 합의 이후 나보타의 고성장이 계속되고 있다. 한미약품도 중국 법인인 북경한미가 호실적을 지속하고 있으며, 진해거담제, 정장제 등 계절성 질환 위주에서 아모잘탄(고혈압 치료제)을 시작으로 만성질환 치료제로 포트폴리오 확대와 실적 성장이 예상되며 23년에도 높은 성장률을 유지할 것으로 보인다.

23년에는 유한양행의 레이저티닙 해외 진출과 MARIPOSA 임상 중간 결과 발표 등을 기대할 수 있을 것으로 보인다. 12월 3일 ESMO ASIA에서 LASER301 임상 결과를 공개할 예정으로 약센과 레이저티닙 단독 1차 요법에 대해 FDA 승인 신청을 논의할 예정이며, 타그리소와 직접 비교 중인 MARIPOSA 임상 결과가 23년말 중간 데이터 발표가 예상되며, 경쟁 약물인 타그리소 대비 우위가 확인된다면 EGFR(+) 비소세포폐암에서의 새로운 게임체인저가 될 수 있을 것이다.

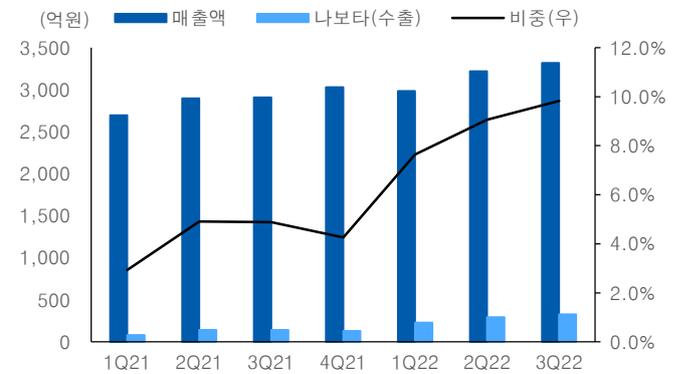
HK 이노엔도 올 4월 중국 승인을 받은 케이캡의 23년 NRDL(중국 보험 급여 목록) 등재가 예상되며 등재 이후 중국 시장에서의 고성장이 예상되며, 매출에 따른 로열티가 유입될 예정이다. 케이캡은 중국 외에도 다수 국가에서 허가를 진행하고 있으며, 미국 파트너사인 브레인트리카 임상 3상을 진행하고 있으며 25년 출시가 예상된다.

북경한미 매출 비중 변화



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

나보타 수출 비중 변화



자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

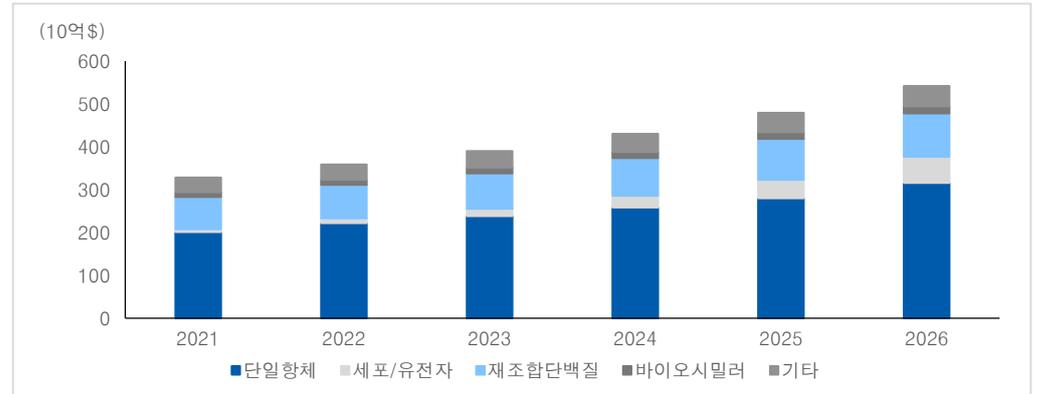
## CDMO: 개발과 생산의 분리

CDMO 산업 전망은 23년에도 밝을 전망이다. 바이오 의약품, 특히 항체 기반 의약품 시장 성장은 여전히 견조한 추세를 이어갈 전망이다. 바이오 의약품 시장 규모는 2022년 3,590억 달러로 전체 의약품 시장의 29.7%를 차지할 전망이며, 이중 61.8%를 단클론 항체 의약품이 차지하고 있다. 바이오 의약품 시장은 2026년까지 연평균 10.6% 성장을 지속하며 5,420억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. 특히 면역 관문억제제들의 시장 확대가 여전히 계속되고 있으며, 단독 요법에서 치료 효과를 개선된 병용 요법으로 치료법을 변경하고 있는 점에서 치료 기간 증가와 약물 수요 증가로 이어지고 있다. 또한 최근 가장 적응증 확대가 활발히 이루어지고 있는 수술 보조요법에 대한 적응증 확대로 수술이 어려운 진행/전이(3b~) 암환자들의 치료 영역에서 초기 암환자(1b~3a)들의 재발 위험과 수술 후 예후 개선 영역으로 확대해 나가고 있다. 수술 보조 요법은 신규 수요 창출 가능성이 높을 것으로 보이며, 여전히 재발 위험이 높은 암 질환 영역에서 표준 요법으로 자리잡을 것으로 예상된다.

22년 9월 예자이/바이오젠이 레카네맵(Lecanemab)의 임상 3상 성공을 발표하며 21년 아두헬름(Aduhelm, aducanumab) 유효성 논란과 알츠하이머 논문 조작 이슈로 위기에 처했던 알츠하이머 질환에서 베타 아밀로이드 가설에 대한 관심을 다시 되살렸다. 레카네맵은 현재 FDA 승인을 진행하고 있으며 23년 1월 6일 PDUFA date가 설정되어 있으며 1차, 2차 임상 주요 지표에서 유의성 확보를 한 만큼 승인 가능성은 높아 보인다. 근본적 치료법이 없었던 알츠하이머 시장에서의 치료제에 대한 미충족 수요는 매우 높아 빠른 시장 침투가 예상되며 새로운 항체 의약품 수요를 만들 것으로 예상된다. 로슈의 간테네루맵(Gantenerumab)이 임상 실패를 했으나 여전히 일라이 릴리의 도나네맵(Donanemab)이 개발을 진행중이며 임상 2상에서 긍정적인 데이터를 발표하였기 때문에 3상에 성공에 대한 기대감도 높을 전망이다.

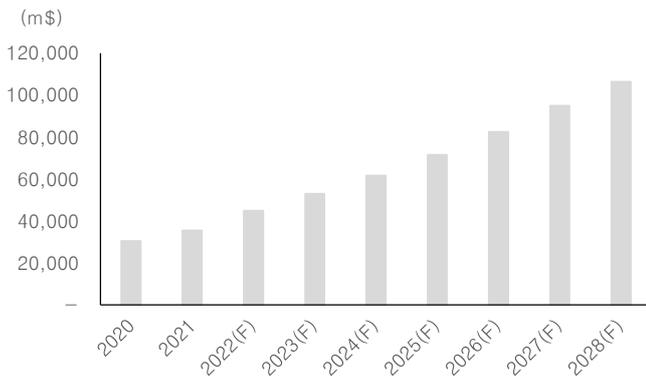
이외에도 다수의 바이오 시밀러 출시로 낮아진 항체의약품에 대한 접근성이 높아질 것으로 예상되어 바이오 의약품 수요의 지속적인 증가 추세는 계속될 전망이다.

## 바이오 의약품 시장 전망



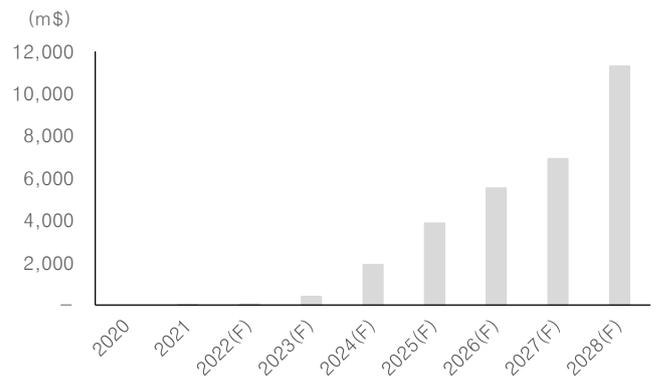
자료: Evaluate Pharma, 유안타증권 리서치센터

## 면역관문 억제제 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

## 알츠하이머 항체 치료제 전망

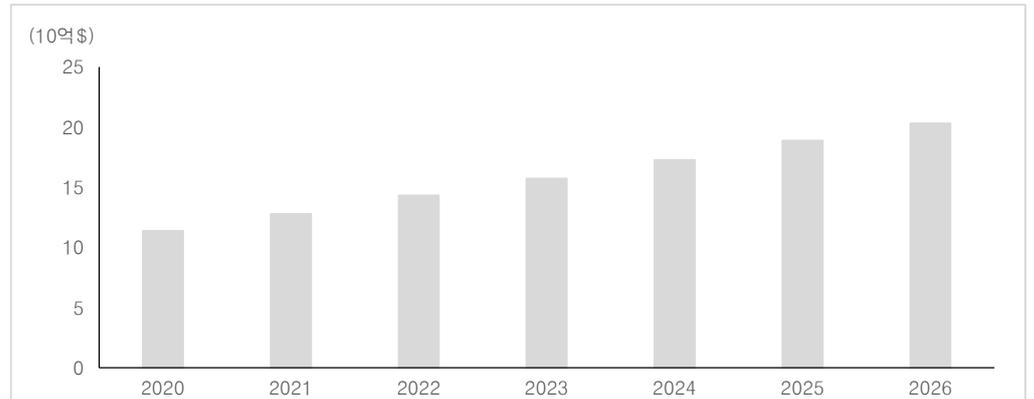


자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

항체 의약품 생산하는 동물 세포 기반 생산 용량 확대와 투자가 CDMO 위주로 진행되고 있어 항체 의약품 수요 증가가 수주 증가로 이어질 것으로 판단한다. Bioprocess international 2021에 따르면 2020년 기준 동물 세포 배양시설의 70%를 빅파마와 같은 자체 생산 기업들이 차지하고 있었으나 2025년 56%로 크게 감소할 전망이며 기업들의 생산 용량 순위도 크게 바뀔 것으로 예상된다. 2025년 생산 용량은 1위 로슈를 제외하고 6위까지 CMO들이 차지할 것으로 예상된다.

바이오 의약품은 케미컬 의약품보다 생산 시설에 대한 검증이 중요하며, FDA, EMA 등의 실사와 밸리데이션 등으로 인해 생산지 추가가 장기간이 걸리는 반면 의약품 수요에 대한 변동성이 높아지고 있다. 면역관문억제제나 자가면역질환, GLP-1 agonist와 같이 하나의 성분으로 여러 적응증에 사용하는 원소스 멀티유즈 의약품들은 적응증 추가로 수요가 급증하는 등 수요 예측이 어려워 생산량 조절에서 유리한 대형 CMO에 대한 선호가 더욱 높을 것으로 예상된다.

CDMO 시장 전망



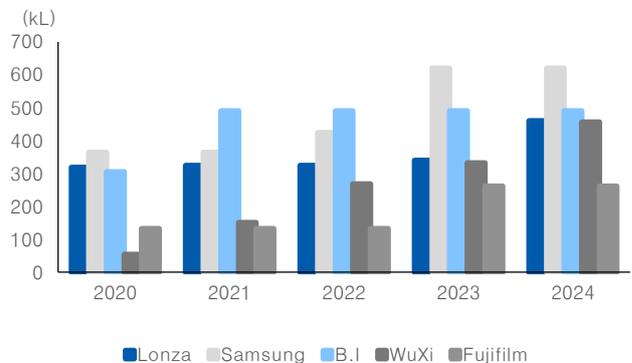
자료: Evaluate Pharma, 유안타증권 리서치센터

항체 의약품 생산 케파 순위 전망

2021 Rank	2025 Rank	Company	Company Type
1	1	F. Hoffmann-La Roche	Product
2	2	Samsung Biologics	CMO
3	3	Lonza Group	CMO
4	6	Boehringer Ingelheim	Hybrid
5	10	Biogen	Product
6	-	Novartis	Hybrid
7	-	Sanofi	Product
8	7	Johnson & Johnson	Product
9	-	Bristol Myers Squibb	Product
10	9	Amgen	Product
-	4	WuXi Biologics	CMO
-	5	FujiFilm Diosynth Biotechnologies	CMO
-	8	Celltrion	Product

자료: Bioprocess international, 유안타증권 리서치센터

주요 CDMO 케파 전망



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

## 바이오시밀러: 블록버스터들의 특허만료

23년부터 휴미라(미국) 바이오 시밀러 출시가 시작될 예정이다. 휴미라는 역대 바이오 시밀러가 개방된 의약품 시장 중 가장 큰 시장으로 21년 기준 휴미라의 미국 시장 매출액은 173억 달러였다. 애브비와의 특허 합의에 따라 1월에 암젠비타(암젠)이 출시될 예정이며 7월 유플라이마(셀트리온), 하드리마(삼성바이오에피스), 실테조(베링거 인겔하임) 등이 출시되며 미국 내 휴미라 바이오 시밀러 경쟁을 시작할 예정이다.

미국 휴미라 바이오 시밀러 시장 경쟁에서 고농도 제형을 확보하고 있는지가 경쟁력 여부를 결정할 것으로 보인다. 고농도 휴미라 시장은 미국 휴미라 시장의 대부분인 85% 정도를 차지하고 있으며, 투여 볼륨을 줄여 투약시 통증이 낮아 선호되고 있어 고농도 투약 환자 중 저농도로 전환하는 비율은 제한적일 것으로 판단한다. 고농도 휴미라 바이오시밀러는 현재 삼성바이오에피스만이 FDA 승인을 획득했으며, 셀트리온, 암젠과 알보텍이 승인을 진행 중에 있었으나 알보텍이 생산시설 문제로 CRL을 수령 받으며 경쟁에서 뒤쳐졌다.

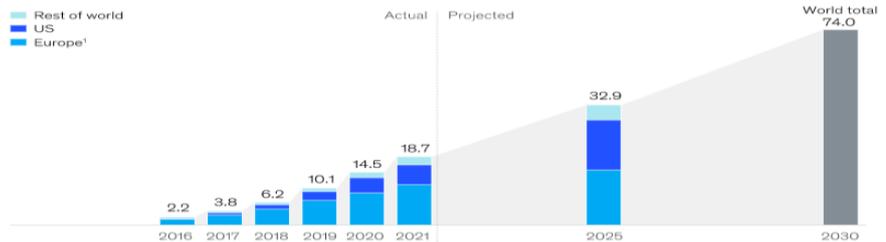
셀트리온이 2020년 말 FDA 승인 신청을 제출하였으며, 연내 FDA 승인이 가능할 것으로 예상되며 판매는 7월1일부터 이루어질 전망이다. 따라서 고농도 제형을 보유하고 있거나 승인이 가까운 전망인 셀트리온, 암젠, 삼성바이오에피스와 애브비(오리지널사)의 경쟁이 예상된다.

휴미라 외에도 순차적으로 바이오 의약품 특허 만료가 이어질 예정으로 바이오 시밀러 시장의 성장 속도는 매우 빠를 것으로 보인다. 2025년까지 스텔라라(Stelara, Ustekinumab), 아일리아(Eylea, Aflibercept), 프롤리아(Prolia, Denosumab) 등의 블록버스터 항체 약물의 특허 만료가 예정되어 있다.

### 바이오시밀러 시장 전망

The value of the biosimilar market is expected to more than triple by 2030.

Global biosimilar sales, 2016–30, \$ billions



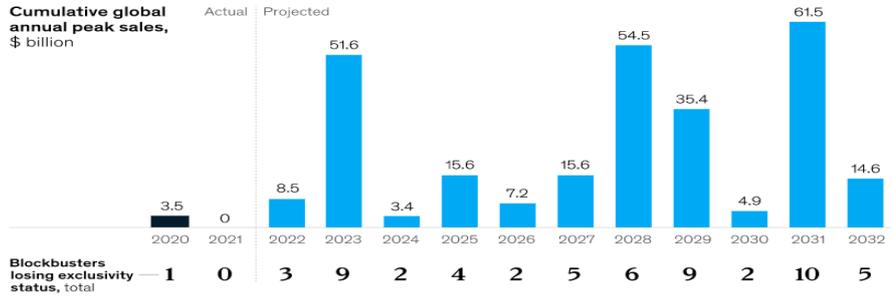
Biosimilars approved per year	Europe <sup>1</sup>		US	
	2016	2017	2018	2019
Europe <sup>1</sup>	3	12	15	4
US	3	5	7	10
				3
				4

<sup>1</sup>EU-27, UK, and Switzerland.  
Source: European Medicines Agency; EvaluatePharma database, Evaluate, Mar 2022; US Food and Drug Administration; McKinsey analysis

자료: McKinsey, 유안타증권 리서치센터

연도별 특허 만료 의약품 매출액 전망(피크 매출액 기준)

The number of blockbuster drugs losing exclusivity is set to rise after 2026.



Note: "Blockbuster" defined here as a drug with annual sales of more than \$1 billion in the peak year. Analysis based on timing of US patent expiry. Source: EvaluatePharma database, Evaluate, Apr 2022; press reports; McKinsey analysis

자료: McKinsey, 유안타증권 리서치센터

특허 만료 예정 바이오의약품

주요 특허 만료 연도(예상)	품명	기업	성분명	적응증	매출액(10억달러)
2023	Humira(US)	Abbvie	Adalimumab	류마티스 관절염	17.3
	Tysabri	Biogen	Natalizumab	다발성 경화증	2.0
	Stelara(US)	J&J	Ustekinumab	건선	5.9
2024	Stelara(EU)	J&J	Ustekinumab	건선	3.2
	Eylea(US)	Regeneron	Aflibercept	황반변성	5.8
	Simponi(US)	J&J/MSD	Golimumab	류마티스 관절염	1.1
	Nplate(EU)	Amgen	Romiplostim	혈소판 감소증	0.5
	Cimzia	UCB	Certolizumab	건선	1.9
2025	Perjeta	Roche	Pertuzumab	전이성 유방암	2.8
	Xgeva/Prolia	Amgen	Denosumab	골암/골다공증	2.0/3.2
	Eylea(EU)	Bayer	Aflibercept	황반변성	3.5
	Simponi(EU)	J&J	Golimumab	류마티스 관절염	1.1
	Benlysta	GSK	Belimumab	루푸스병(SLE)	1.0
	Yervoy	BMS	Ipilimumab	흑색종	2.0
2026	Cyramza	Eli Lilly	Ramucirumab	진행성 위암	0.5
	Tremfya	J&J	Guselkumab	건선	2.1
2027	Soliris	Alexion/AZ	Eculizumab	야간 혈색소뇨증(PNH)	1.5
2028	Nplate(US)	Amgen	Romiplostim	혈소판 감소증	0.5
	Ocrevus	Roche	Ocrelizumab	다발성 경화증	5.5
	Keytruda	MSD	Pembrolizumab	비소세포폐암	17.2
	Opdivo	BMS	Nivolumab	흑색종	7.5
2029	Cosentyx	Novartis	Secukinumab	건선	4.7
	Darzalex	J&J	Daratumumab	다발성 골수종	6.0
	Hemlibra	Chugai/Roche	Emicizumab	혈우병 A	3.3
	Tecentriq	Roche	Atezolizumab	비소세포폐암	3.6

주: 매출액은 21년도 기준, 아일리아(미국) 특허만료 예정일은 소아 임상으로 6개월 연장 반영  
 자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

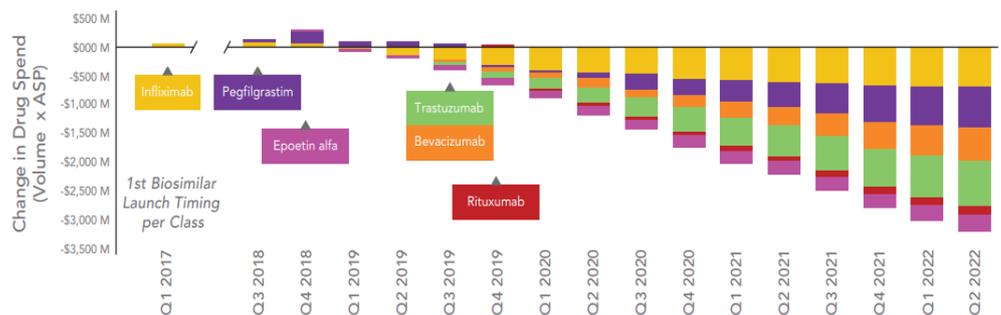
고령화로 인한 헬스케어 비용 증가가 계속되고 있으며, 최근 인플레이션등 비용 증가가 더욱 가파르게 진행되고 있다. 헬스케어 비용을 조절하기 위한 정책 중 하나로 바이오 시밀러 사용을 높이려는 노력과 함께 대형 PBM들의 선호 목록에 바이오 시밀러 등재가 증가하고 있다.

바이오 시밀러 사용에 우호적이었던 유럽은 최근 EMA/HMA의 공동 성명으로 별도 임상 시험 없이 바이오시밀러의 상호교차가능(Interchangeable)을 확인하는 공동성명을 발표하면서 바이오 시밀러와 오리지널 의약품 간의 임상적 차이가 없음을 밝혔다.

바이오 시밀러에 우호적인 입장을 보이지 않던 미국도 바이오 시밀러 사용을 장려하는 정책이 증가하고 있으며, 바이오시밀러 시장 점유율도 지속적으로 증가하고 있다. IRA 법안에서 한시적(27년까지) 메디케어 파트B에서 바이오 시밀러 처방시 현재 오리지널 의약품의 6%를 추가 급여해주던 것에서 2% 증가한 8% 추가 급여를 시행하며 직접적인 바이오시밀러 사용을 권장하고 있다. 또한 장기간 독점 품목 의약품(케미컬 의약품 9년, 바이오 의약품 13년)에 대해서 메디케어/메디케이드 급여를 담당하는 CMS의 약가 협상이 26년부터 시작, 순차적으로 확대될 예정이다. CMS의 약가 협상으로 특허 소송 등을 통한 바이오 시밀러 출시 지연이 감소할 것으로 예상된다.

#### 바이오시밀러 경쟁으로 인한 비용 절감(US)

Figure 7. Estimated Change in Total Drug Spend After Biosimilar Competition<sup>3</sup>



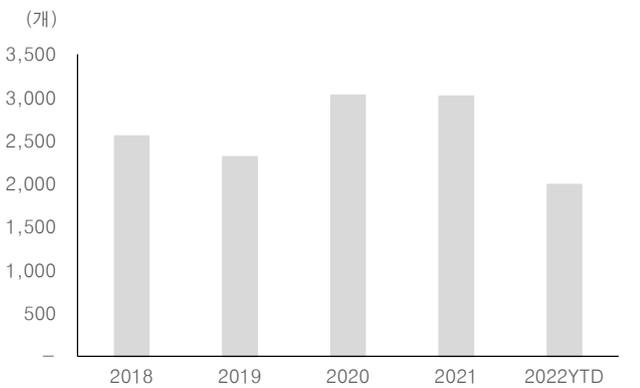
자료: Amgen, 유안타증권 리서치센터

## 바이오테크: 22년 줄어든 만큼 23년에는 기술이전이 늘어나야

22년 빅파마들의 기술 이전(M&A 포함) 건수는 11월 22일 기준 1,989건으로 20년(3,014건), 21년(3,015건) 대비 약 34% 감소된 수치이며, 기술 이전 규모로는 2,211억 달러로 20년(3,519억 달러), 21년(3,637억 달러) 보다 40% 가까이 감소했다. 기술 이전 건수와 규모가 급격히 낮아진 이유로는 코로나 19 관련 백신, 치료제가 등장하며 코로나 19 관련 기술 이전 수요가 줄어든 영향이 작용했으며 기술 이전 구매자인 빅파마들이 코로나 19 시기 높아진 바이오 기업들과 파이프라인 가치가 급격한 금리 인상으로 인한 할인율 상승으로 밸류에이션 하락 중이므로 구매 시기를 늦추고 있기 때문으로 판단되며, 할인율 상승이 끝날 것으로 예상되는 내년 하반기부터 미뤄졌던 기술 이전이 다시 증가할 것으로 예상된다.

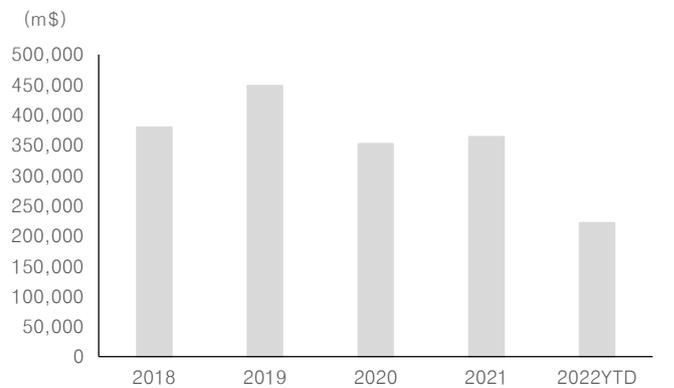
블록버스터들의 특허 만료가 이어지고 IRA 법안으로 블록버스터들의 이익 회수 기간이 줄어들 것으로 예상되어 대체 신약 확보 주기는 짧아질 것으로 판단한다. 따라서 기술 이전 건수는 과거보다 더욱 증가할 것으로 보이며, 실패 위험을 줄이기 위해 후기 파이프라인, 또는 실패에 따른 손실이 미미한 탐색 단계 파이프라인에 대한 선호도가 증가할 것으로 보이고, CMS 약가 협상 기간 시작이 출시 이후이므로 출시 전 여러가지 적응증 임상을 병행이 증가할 것으로 예상된다.

연도별 기술 이전 건수(2018~2022)



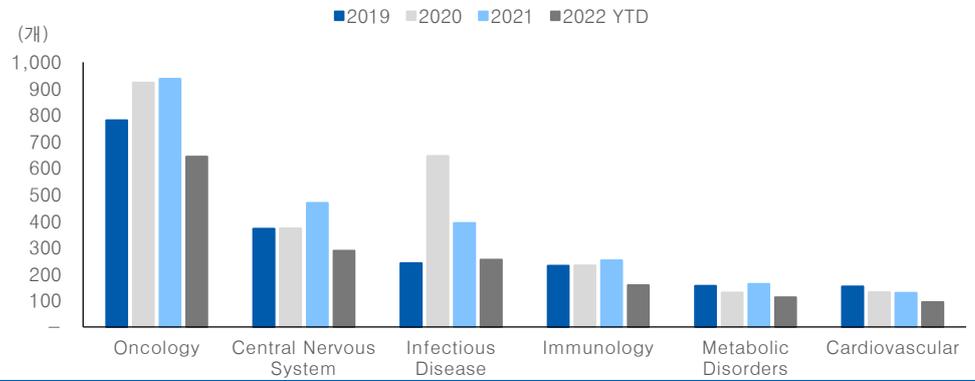
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

연도별 기술 이전 규모(2018~2022)



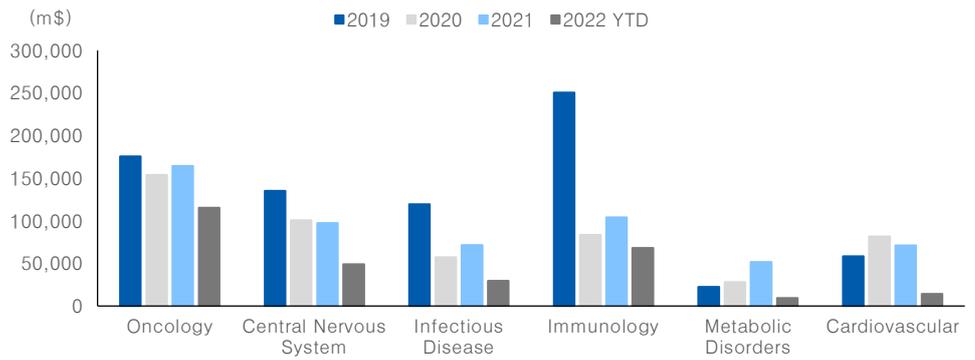
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

## 주요 질환별 기술 이전 건수(2019~2022)



자료: 유안타증권 리서치센터

## 주요 질환별 기술 이전 규모(2019~2022)



자료: 유안타증권 리서치센터

신약 모달리티가 다양해지고 있고 관련 기술 확보 필요성 증가로 신규 모달리티 기술에 대한 수요는 지속될 것으로 예상된다. mRNA 백신이 성공을 거두면서 mRNA 관련 기술 확보가 계속되고 있으며, 엔허투의 성공으로 ADC 파이프라인을 확보하려는 움직임도 계속되고 있다.

이중 항체, CAR-T의 FDA나 EMA 승인을 받는 의약품이 증가하고 있는 추세로 2010년대 후반 ADC 출시가 이어지면서 성공적인 ADC 신약 등장과 관련 기술 수요 증가가 현재 이어지고 있는 것과 마찬가지로 향후 이중 항체, CAR-T에 대한 기술 수요 증가가 예상된다.

헬스케어 분야에서 AI의 영향력은 지속적으로 높아질 수 밖에 없을 것으로 보인다. 헬스케어 비용은 고령화로 부담스러워 질 수밖에 없으며, 의료 비용을 낮추려는 노력은 계속될 예정이다. 대표적으로 IRA 법안은 신약에 대한 독점 기간을 감소 시키는 효과가 있을 것으로 예상된다. 짧아진 독점 기간으로 신약 성공 이후 이익 향유 기간이 낮아질 것으로 예상되므로 신약 개발 실패 위험을 낮추고자 하는 경향은 더욱 커질 전망이다. AI가 새로운 해결 방안이 될 것으로 기대된다.

AZ, GSK 등 빅파마들이 AI 기반 약물 디스커버리 기업들과 파트너십을 체결하고 있는 것도 의약품 개발 비용과 시간을 단축하려는 시도로 임상 시험 기간 단축은 어려울 것이나 평균 5년이 소요되는 약물 탐색부터 전임상까지의 과정을 1년으로 단축시켜 줄 수 있어 임상 단계에 진입하는 신약 파이프라인은 더욱 증가할 것으로 예상된다. 또한 치료 효과를 예측할 수 있는 바이오마커가 필수가 되어가고 있고, 치료 효과 예측이 중요해지고 있는 추세로 AI를 활용한 바이오마커 분석, 약물 효과 예측이 증가할 것으로 기대되며 면역 항암제 효과를 예측하는 루닛 스코프와 같은 기술이 항암제 사용에서 필수 요소가 될 것으로 예상된다.

## 제약/바이오 비중 확대 의견

### Top pick 은 삼성바이오로직스, HK 이노엔, 관심주는 셀트리온 그룹

금리 인상 둔화 가능성이 높아지고 있으며, 경기 침체 가능성도 높아지고 있다. 의약품은 필수 소비재 성격으로 의약품을 생산, 판매하는 제약 업종(CDMO, 바이오시밀러 포함)에 경기 침체가 미치는 영향은 제한적일 것으로 보이며, 금리에 민감한 바이오테크들도 금리 인상 둔화로 밸류 하락이 둔화될 것으로 기대하며 22년 줄어든 기술이전이 다시 증가할 수 있을 것으로 예상한다. 21년 상반기부터 3년 가까운 기간 동안 주가 하락을 거치면서 제약/바이오 업종의 밸류에이션은 충분히 낮아졌다고 판단하며, 바이오테크들에 대한 냉정한 평가도 상당부분 이루어졌다고 판단하며 23년부터 제약/바이오 섹터가 반등을 할 수 있을 것으로 전망한다.

Top Pick 으로는 삼성바이오로직스와 HK 이노엔을 추천하며 관심주로 셀트리온 그룹(셀트리온, 셀트리온 헬스케어)을 추천한다. 삼성바이오로직스는 4공장 가동 영향이 23년 하반기부터 실적에 반영되기 시작할 예정이며, 4공장 수주 완료시점에 5공장 착공을 시작할 것으로 예상한다. 4공장 가동 물량 확보는 4공장 완전 가동 이전인 23년 상반기 중에 완료 될 것으로 보여 빠르면 23년 하반기 5공장 건설을 시작할 것으로 기대한다. 대규모 생산 능력을 바탕으로 CDMO 사업이 견조한 고성장이 예상되고 있으며 휴미라 등 대형 바이오 시밀러 시장 개방으로 바이오 시밀러 매출이 증가하면서 추가 성장 포인트가 될 것이다.

HK 이노엔은 23년부터 중국 NRDL 에 케이캡이 등재될 것으로 기대되며 중국 매출이 급증할 것으로 예상되며, 24년 국내 케이캡 이익 개선, 25년 미국 시판 등 케이캡 관련 모멘텀이 지속될 예정이다. 또한 중국과 미국 외에도 유럽, 동남아, 남미 등으로 파트너사 확보, 품목 허가가 지속적으로 이어지며 성공적으로 글로벌 시장에 진출할 수 있을 것으로 보인다.

셀트리온 그룹(셀트리온, 셀트리온 헬스케어)은 바이오 시밀러 시장 확대에서 가장 큰 수혜가 기대된다. 셀트리온 그룹은 경쟁자인 암젠, 산도즈에 비해, 다수의 바이오시밀러 파이프라인을 보유하고 있다는 점에서 바이오 시밀러 시장 개방 효과를 가장 크게 받을 수 있을 것으로 예상한다.

셀트리온 헬스케어의 미국 직접 판매 시작으로 신제품들에서의 추가 이익과 원가 절감으로 가격 경쟁력 확보가 가능할 것으로 예상한다. 직접 판매로 인한 비용 증가는 신약 영업과는 달리 병원, 클리닉 대상 영업 비중이 낮고 PBM 을 대상으로 영업 활동을 하므로 비용 증가는 제한적일 것이다. 유플라이마부터 26년 악템라 바이오 시밀러까지 다수의 자가면역질환 바이오시밀러 포트폴리오 추가로 판관비 증가 영향은 매년 낮아질 것으로 보인다.

[표 1] 2023년 글로벌 주요 컨퍼런스 일정

컨퍼런스명		일정	위치
CTAD(Clinical Trials on Alzheimer's Disease conference)	알츠하이머 임상시험학회	2022.11.29~12.2	샌프란시스코, 미국
64th ASH(American Society of Hematology)	미국혈액학회	2022.12.10~13	뉴올리언스, 미국
41th JP morgan healthcare conference	대규모헬스케어기업 IR	2023.1.9~12	샌프란시스코, 미국
SECO(Southeastern Congress of Optometry International) 2023	미국안과학회	2023.3.1~5	애틀랜타, 미국
ENDO	세계내분비학회	2023.6.15~18	시카고, 미국
ELCC(European Lung Cancer Congress)	유럽폐암학회	2023.3.29~4.1	프라하, 체코
AACR(American Association for Cancer Research)	미국암학회	2023.4.15~19	올란드, 미국
ASCO(American Society of Clinical Oncology)	미국임상종양학회	2023.6.2~6	시카고, 미국
EULAR(European Congress of Rheumatology)	유럽류마티스학회	2023.5.31~6.3	밀라노, 이탈리아
Bio-USA	미국바이오협회 컨퍼런스	2023.6.5~8	보스턴, 미국
ADA(American Diabetes Association)	미국당뇨학회	2023.6.23~26	샌디에이고, 미국
EASL(European Association for the Study of the Liver)	유럽간학회	2023.4.20~22	빈, 오스트리아
AAIC(Alzheimer's Association International Conference)	미국치매학회	2023.7.17~20	암스테르담, 네덜란드
61th ESPE(European Society of Paediatric Endocrinology)	유럽소아내분비학회	2023.9.21~23	헤이그, 네덜란드
ESMO(European Society For Medical Oncology)	유럽종양학회	2023.10.20~24	마드리드, 스페인
59th EASD(European Association for the Study of Diabetes)	유럽당뇨학회	2023.10.2~6	함부르크, 독일
ACR/ARHP(American College of Rheumatology)	미국류마티스학회		
SITC(Society for Immunotherapy of Cancer)	면역종양학회	2023.11.1~5	샌디에이고, 미국
AASLD(American association for the study of liver diseases)	미국간학회	2023.11.10~14	보스턴, 미국
AAO(American academy of ophthalmology)	미국안과학회	2023.11.3~6	샌프란시스코, 미국
AES(American Epilepsy Society)	미국뇌전증학회	2023.12.1~5	올란드, 미국
UEGW	유럽 소화기학회	2023.10.14~17.	코펜하겐, 덴마크
Bio-EU spring	유럽바이오협회 컨퍼런스	2023.3.20~22.	바젤, 스위스
Bio-EU fall	유럽바이오협회 컨퍼런스	2023.11.6~8.	뮌헨, 독일
WCLC(World Conference on Lung Cancer)	세계폐암학회	2023.9.9~12	싱가폴, 싱가포르
PES(Pediatric Endocrine Society)	소아내분비학회	2023.5.5~8	샌디에이고, 미국
ECCO(European Crohn's and Colitis Organization)	유럽증양기구	2023.3.4	코펜하겐, 덴마크

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2023년 PUDFA date 리스트

날짜	기업명	성분명	PDUFA 날짜	
2022년 12월	Mirati Therapeutics	Adagrasib	2022-12-14	
	Shanghai Junshi Bioscience	Toripalimab	2022-12-23	
	Gilead Science	Lenacapavir Sodium	2022-12-27	
	TG Therapeutics	Ublituximab	2022-12-28	
	Genetech	Mosunetuzumab	2022-12-29	
	Ipsen SA	Palovarotene	2022-12-29	
	Abbvie	Risankizumab	2022-12-30	
	Pfizer	Adalimuab	2022-12-30	
	Daiichi Sankyo	Trastuzumab deruxtecan	2022-12-31	
2023년 1월	MediWound	Bromelains	2023-01-01	
	Eisai	Lecanemab	2023-01-06	
	Phathom Pharmaceuticals	Vonoprazan fumarate	2023-01-11	
	Acer Therapeutics	Sodium phenylbutyrate IR	2023-01-15	
	Seagen	Tucatinib	2023-01-19	
	BeiGene	Zanubrutinib	2023-01-20	
	Merck & Co	Keytruda(Pembrolizumab)	2023-01-29	
	Myovant Science	Estradiol+Norethindrone acetate+Relugolix	2023-01-29	
	Gamida Cell	Omidubicel	2023-01-30	
2023년 2월	GSK	Daprodustat	2023-02-01	
	Loxo Oncology	Pirtobrutinib	2023-02-06	
	Eli Lilly	Donanemab	2023-02-06	
	Regeneron pharmaceuticals	Afibcept	2023-02-11	
	Rigel Pharmaceuticals	Olutasidenib	2023-02-15	
	A.Menarini	Elacestrant HCl	2023-02-17	
	Traverse Therapeutics	Sparsentan	2023-02-17	
	Astellas pharma	Fezolinetant	2023-02-22	
	Gilead Science	Sacituzumab govitecan	2023-02-28	
	Sanofi	Efanesoctocog alfa	2023-02-28	
	Reata pharmaceuticals	Omaveloxolone	2023-02-28	
	Cytokinetics	Omecamtiv mecarbil MR	2023-02-28	
	Regeneron pharmaceuticals	Afibcept	2023-02-28	
	2023년 3월	Acadia Pharmaceuticals	Trofinetide	2023-03-12
		Cidara Therapeutics	Rezafungin acetate	2023-03-22
Novartis		Leniolisib	2023-03-29	
Biohaven Pharmaceuticals		Zavegepant HCl	2023-03-31	
Biomarin Pharmaceuticals		Valoctocogene roxaparvovec	2023-03-31	
Astrazeneca		Albuterol+Budesonide	2023-03-31	
2023년 4월	F. Hoffmann-La Roche	Polatuzumab vedotin	2023-04-02	
	Takeda pharmaceuticals	Lanadelumab	2023-04-05	
	Daiichi Sankyo	Quizartinib dihydrochloride	2023-04-24	
	Biogen	Tofersen sodium	2023-04-25	
	Seres Therapeutics	SER-109	2023-04-26	
	Otsuka pharmaceuticals	Aripiprazole ER	2023-04-27	

2023년 5월	Ascendis pharma	palogeteriparatide	2023-04-30
	GSK	GSK-3844766A	2023-05-03
	Byondis BV	Trastruzumab duocarmazine	2023-05-12
	ImmunityBio	Nogapendekin alfa	2023-05-23
	Lexicon pharmaceuticals	Sotagliflozin	2023-05-31
2023년 6월	ARS pharmaceuticals	Epinephrine	2023-06-01
	Fresenius kabi	Tocilizumab(biosimilar)	2023-06-01
	Novaliq GmbH	Cyclosporine	2023-06-08
	Baush Health companies	NOV-03	2023-06-28
	Pfizer	Ritlecitinib	2023-06-30
2023년 8월	Outlook Therapeutics	Bevacizumab	2023-08-29

자료: FDA, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 허현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 삼성바이오로직스 (207940)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>1,120,000원 (M)</b>
현재주가 (11/23)	<b>888,000원</b>
상승여력	<b>26%</b>

시가총액	632,025억원
총발행주식수	71,174,000주
60일 평균 거래대금	498억원
60일 평균 거래량	59,131주
52주 고	946,788원
52주 저	703,667원
외인지분율	10.81%
주요주주	삼성물산 외 4인 74.37%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.8	7.1	5.1
상대	(4.0)	7.9	30.3
절대(달러환산)	11.3	6.2	(7.8)

## CDMO 안정적 성장과 바이오시밀러 시장확대

### 23년, CDMO 성장 지속

23년에도 CDMO 사업의 고성장은 지속될 전망, 23년 상반기까지는 전년 대비 높은 환율 효과를 기대할 수 있을 것이나 하반기에는 높아진 환율 기저 영향이 있을 것. 그러나 하반기부터 4공장 부분 가동이 매출에 반영될 예정으로, 전년 대비 낮아진 환율 영향을 상쇄할 것

4공장의 경우 대형 품목 위주 수주로 ER/DPQ를 완료후 과거 3공장과는 달리 빠르게 가동률 증가가 예상되며 실적에 기여할 것으로 전망

### 5공장 건설에 대한 기대감

공장 건설과 동시에 선제적 수주를 체결하며 4공장 가동 물량을 확보하고 있음. 4공장 완전 가동을 시작할 23년 6월 이전 충분한 수주 물량을 확보할 수 있을 것으로 기대.

CMO 사업자들의 케파 증설 경쟁이 지속4공장 수주 완료 이후 5공장 건설이 시작될 것으로 예상되며 4공장 건설 때와 마찬가지로 공장 건설과 수주 물량 확보가 병행될 것으로 예상.

### 추가적인 성장 변수가 될 바이오시밀러

7월 출시될 하드리마(휴미라 바이오시밀러)의 미국 시장 매출과 현재 개발 중인 스텔라라, 아일리아 바이오시밀러 등의 FDA, EMA 승인에 따른 마일스톤 유입 등이 추가적인 성장 변수가 될 수 있을 것으로 예상.

휴미라 고농도 제형이 미국 휴미라 시장의 80% 이상을 점유하고 있으며, 투여 볼륨을 낮춤으로써 통증이 적은 장점이 있어 선호되고 있음. 장기간 투약하는 특징으로 투약 통증을 낮춘 바이오시밀러에 대한 선호도가 높을 것. 현재 고농도 바이오시밀러는 하드리마(SBE)가 유일하며 암젠, 셀트리온 등이 고농도 제형 확보가 예상되어 주요 경쟁자가 될 것으로 판단. 미국 휴미라 시장 규모는 바이오 시밀러 출시로 인한 가격 하락 등으로 시장 규모가 축소될 것이지만 100억 달러 이상의 승인 진행중으로 생산 시설 문제로 알보텍은 CRL을 수령. 휴미라 바이오시밀러 시장은 암젠, 셀트리온과 바이오에피스가 주도할 것으로 판단하며 목표주가 112 만원을 유지.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	852	91.7	-2.5	816	4.3
영업이익	298	131.6	-8.1	261	14.5
세전계속사업이익	263	140.7	32.5	291	-9.6
지배순이익	186	134.2	43.8	152	22.1
영업이익률 (%)	35.0	+6.0 %pt	-2.2 %pt	31.9	+3.1 %pt
지배순이익률 (%)	21.8	+3.9 %pt	+7.0 %pt	18.6	+3.2 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,165	1,568	2,887	3,545
영업이익	293	537	969	1,265
지배순이익	241	394	614	1,008
PER	180.2	142.7	102.9	62.7
PBR	9.4	11.2	7.2	6.4
EV/EBITDA	99.3	80.2	48.1	33.4
ROE	10.5	8.2	8.9	10.8

자료: 유안타증권

## 삼성바이오로직스 실적 추정(연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	651.4	873.0	851.6	1,568.0	2,887.3	3,545.0
YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	27.4%	93.7%	91.7%	34.6%	84.1%	22.8%
영업 이익	74.3	166.8	167.4	128.8	176.4	169.7	324.7	298.5	537.3	969.3	1,264.8
YoY	18.7%	105.6%	196.1%	39.2%	137.4%	1.7%	94.0%	131.6%	83.5%	80.4%	30.5%
OPM	28.5%	40.5%	37.1%	29.0%	34.5%	26.1%	37.2%	35.0%	34.3%	33.6%	35.7%
당기 순이익	61.0	121.5	131.8	79.3	146.9	152.0	129.2	185.8	393.6	614.0	1,008.3
YoY	66.4%	133.6%	135.0%	(17.6%)	141.0%	25.1%	(2.0%)	134.2%	63.3%	56.0%	64.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

## 삼성바이오로직스 실적 추정(별도)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	503.7	674.6	685.2	1,568.0	2,374.8	2,817.2
YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	22.2%	49.7%	54.2%	34.6%	51.5%	18.6%
1공장	32.5	55.2	71.9	58.2	73.3	80.5	89.5	92.3	217.8	335.7	372.0
2공장	101.0	141.9	189.2	189.2	198.7	116.9	211.7	215.8	621.3	743.0	855.1
3공장	99.8	178.5	167.7	156.9	183.9	245.1	286.7	291.4	602.9	1,007.0	1,205.5
4공장											69.7
기타	27.6	36.5	21.9	40.0	55.4	61.2	86.8	85.7	126.0	289.1	315.0
매출 총이익	107.4	211.4	214.7	192.9	229.7	227.8	369.3	376.2	726.4	1,203.0	1,514.2
GPM	41.2%	51.3%	47.6%	43.4%	44.9%	45.2%	54.7%	54.9%	46.3%	50.7%	53.7%
판매 관리비	33.1	44.6	47.3	64.1	53.3	55.9	57.9	69.2	189.1	236.3	258.6
영업 이익	74.3	166.8	167.4	128.8	176.4	171.9	311.4	307.0	537.3	966.7	1,255.6
YoY	18.7%	105.6%	196.1%	39.2%	137.4%	3.1%	86.0%	138.3%	83.5%	79.9%	29.9%
OPM	28.5%	40.5%	37.1%	29.0%	34.5%	34.1%	46.2%	44.8%	34.3%	40.7%	44.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,165	1,568	2,887	3,545	3,966
매출원가	749	842	1,428	1,637	1,742
매출총이익	416	726	1,459	1,908	2,224
판매비	123	189	490	643	699
영업이익	293	537	969	1,265	1,525
EBITDA	436	699	1,297	1,845	2,068
영업외손익	-27	24	-95	169	223
외환관련손익	-3	18	-212	106	106
이자손익	-3	-5	-5	17	71
관계기업관련손익	-18	14	27	0	0
기타	-3	-3	95	46	46
법인세비용차감전순이익	266	561	874	1,433	1,748
법인세비용	25	168	260	425	426
계속사업순이익	241	394	614	1,008	1,321
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	241	394	614	1,008	1,321
지배지분순이익	241	394	614	1,008	1,321
포괄순이익	244	392	619	1,015	1,328
지배지분포괄이익	244	392	619	1,015	1,328

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	202	455	1,271	1,448	1,801
당기순이익	241	394	614	1,008	1,321
감가상각비	138	155	204	360	334
외환손익	3	-2	263	-106	-106
중속, 관계기업관련손익	18	-14	-27	0	0
자산부채의 증감	-204	-235	119	8	85
기타현금흐름	6	157	98	177	167
투자활동 현금흐름	-419	-933	-3,663	-467	69
투자자산	-290	-362	2,617	-50	-50
유형자산 증가 (CAPEX)	-140	-406	-1,168	-667	-76
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	11	-165	-5,112	250	195
재무활동 현금흐름	123	497	3,006	-101	-104
단기차입금	-120	20	28	0	0
사채 및 장기차입금	248	487	-140	0	0
자본	0	0	3,201	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-6	-11	-83	-101	-104
연결범위변동 등 기타	-2	1	-122	179	174
현금의 증감	-96	19	492	1,059	1,940
기초 현금	125	29	47	539	1,598
기말 현금	29	47	539	1,598	3,538
NOPLAT	293	537	969	1,265	1,525
FCF	62	48	103	781	1,725

자료: 유안타증권

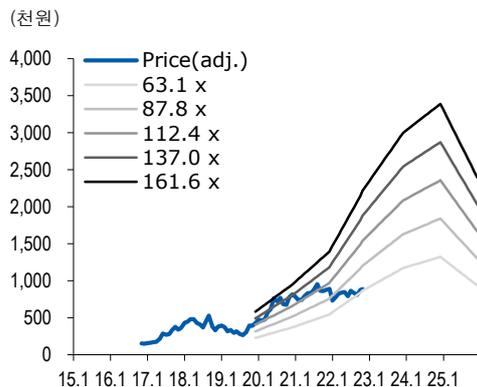
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,751	2,823	6,074	7,177	9,163
현금및현금성자산	29	47	539	1,598	3,538
매출채권 및 기타채권	218	366	619	619	619
재고자산	646	1,013	2,141	2,434	2,676
비유동자산	4,673	5,147	9,937	10,073	9,656
유형자산	1,737	2,207	3,461	3,768	3,510
관계기업 등 지분관련 자산	2,634	2,661	43	92	141
기타투자자산	23	27	58	58	58
자산총계	6,424	7,970	16,011	17,249	18,819
유동부채	589	1,107	3,492	3,716	3,958
매입채무 및 기타채무	189	407	1,745	1,969	2,211
단기차입금	30	50	529	529	529
유동성장기부채	161	110	197	197	197
비유동부채	1,236	1,872	3,721	3,721	3,721
장기차입금	532	576	934	934	934
사채	40	539	499	499	499
부채총계	1,825	2,979	7,213	7,437	7,679
지배지분	4,599	4,991	8,798	9,812	11,140
자본금	165	165	178	178	178
자본잉여금	2,487	2,487	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	1,954	2,347	2,961	3,970	5,291
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,599	4,991	8,798	9,812	11,140
순차입금	-73	-86	-791	-1,600	-3,345
총차입금	780	1,285	2,446	2,446	2,446

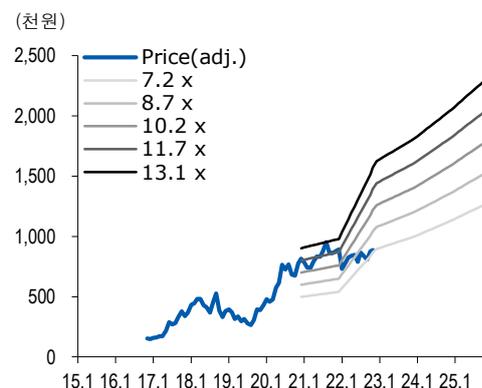
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,599	5,878	8,626	14,167	18,566
BPS	68,678	74,537	123,612	137,866	156,519
EBITDAPS	6,597	10,566	18,217	25,920	29,049
SPS	17,395	23,416	40,568	49,807	55,720
DPS	0	0	0	0	0
PER	180.2	142.7	102.9	62.7	47.8
PBR	9.4	11.2	7.2	6.4	5.7
EV/EBITDA	99.3	80.2	48.1	33.4	29.0
PSR	37.3	35.8	21.9	17.8	15.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	0.0	34.6	84.1	22.8	11.9
영업이익 증가율 (%)	na	83.5	80.4	30.5	20.6
지배순이익 증가율 (%)	na	63.3	56.0	64.2	31.0
매출총이익률 (%)	35.7	46.3	50.5	53.8	56.1
영업이익률 (%)	25.1	34.3	33.6	35.7	38.5
지배순이익률 (%)	20.7	25.1	21.3	28.4	33.3
EBITDA 마진 (%)	37.5	44.6	44.9	52.0	52.1
ROIC	23.7	15.3	11.1	9.2	12.1
ROA	7.5	5.5	5.1	6.1	7.3
ROE	10.5	8.2	8.9	10.8	12.6
부채비율 (%)	39.7	59.7	82.0	75.8	68.9
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-1.7	-9.0	-16.3	-30.0
영업이익/금융비용 (배)	18.2	36.5	17.9	18.3	21.9

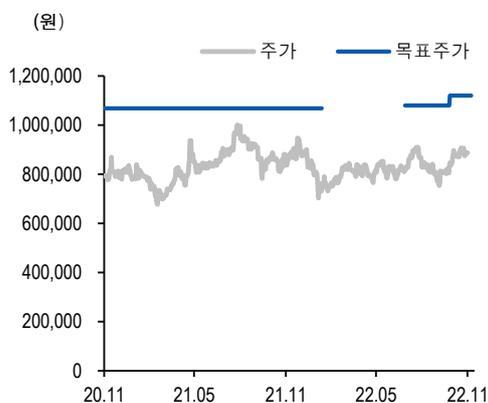
P/E band chart



P/B band chart



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	1,120,000	1년		
2022-10-18	BUY	1,120,000	1년		
2022-07-20	BUY	1,080,000	1년	-22.86	-15.74
2021-08-12	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-21.46	-6.30
2020-08-12	BUY	1,067,360	1년	-23.91	-6.30

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 유한양행 (000100)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>69,000원 (M)</b>
현재주가 (11/23)	<b>57,900원</b>
상승여력	<b>19%</b>

시가총액	43,073억원
총발행주식수	74,412,416주
60일 평균 거래대금	81억원
60일 평균 거래량	142,795주
52주 고	64,600원
52주 저	53,300원
외인지분율	20.28%
주요주주	유한재단 외 1인 15.79%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.3	3.9	1.5
상대	(4.5)	4.7	25.8
절대(달러환산)	11.1	3.5	(10.7)

## 블록버스터에 대한 기대감 유효

### 레이저티닙, 비소세포페암 1차 치료제로

국내 시장에서의 레이저티닙 매출이 23년부터 급격히 증가할 것으로 예상. 21년 7월 레이저티닙 출시 이후 1년 6개월 가량이 지나면서 신규 환자 위주의 매출 발생에서 누적 환자 매출에 추가적인 신규 환자 매출이 추가로 변화.

EGFR(+) 비소세포페암 1차 치료제 글로벌 임상3상 성공으로 국내 1차 치료제 허가가 진행될 것으로 예상. 빠르면 23년 상반기 허가가 가능할 것으로 보이며 하반기 보험 급여 등재와 함께 1차 치료 시장 진입이 예상됨. 경쟁 약물인 타그리소는 현재 국내 1차 치료제 보험 급여가 되고 있지 않다는 점에서 국내 1차 치료 시장(2,500억원 추정)에서 50% 이상의 점유율 확보가 가능할 것으로 예상.

### 얀센 주도 임상 결과도 23년 하반기부터

레이저티닙의 글로벌 파트너사인 얀센이 진행중인 임상 결과를 23년 하반기부터 확인할 수 있을 것. 얀센이 진행중인 MARIPOSA-2 1차 임상 종료가 23년 5월 예정으로 23년내 중간 결과 발표가 예상되며 MARIPOSA 임상도 23년 말이나 24년 초 데이터 확인이 가능할 것.

타그리소 실패 환자 대상 임상인 MARIPOSA-2와 타그리소와 직접 비교 임상인 MARIPOSA 임상 결과를 근거로 EGFR(+) 비소세포페암에서 1차부터 후속 치료까지 적응증 확보 기대.

### 넥스트 레이저티닙 찾기

레이저티닙 성공을 이어갈 다수의 신약 파이프라인을 보유하고 있으며, 베링거 인겔하임에 기술 이전한 NASH 치료제 파이프라인 YH25724에 대한 기대감이 높아지고 있음.

시장 기대가 큰 NASH 치료제에서 YH25724는 FGF21/GLP-1 이중 작용 단백질로 아케로 테라퓨틱스의 Efruxifermin의 임상 2상 성공으로 FGF21에 대한 기대감 증가와 체중 감량 효과가 큰 GLP-1을 동시에 작용하는 기전으로 레이저티닙을 이을 주요 파이프라인이 될 것으로 판단. 투자의견 매수와 목표주가 69,000원을 유지함

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	454	7.2	5.3	473	-4.0
영업이익	10	110.3	흑전	17	-41.6
세전계속사업이익	33	68.2	50.3	25	31.9
지배순이익	27	55.1	359.9	29	-8.2
영업이익률 (%)	2.2	+1.1 %pt	흑전	3.6	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	5.8	+1.8 %pt	+4.5 %pt	6.1	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,620	1,688	1,780	1,938
영업이익	84	49	29	113
지배순이익	193	103	82	156
PER	19.3	43.7	51.8	27.3
PBR	1.9	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	23.9	41.5	49.5	23.5
ROE	11.1	5.4	4.2	7.7

자료: 유안타증권

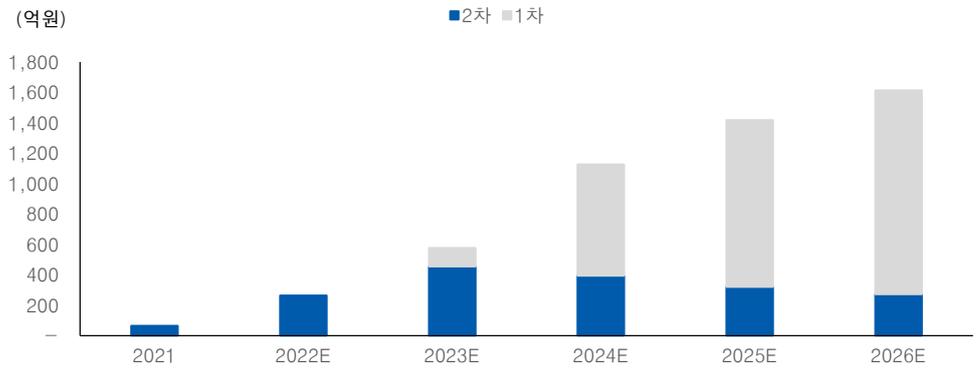
유한양행(연결) 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	379.1	433.3	451.5	424.0	410.9	483.0	431.6	454.3	1,687.9	1,779.8	1,937.7
증가율(yoy)	24.4%	6.4%	7.6%	(6.2%)	8.4%	11.5%	(4.4%)	7.1%	6.6%	5.4%	8.9%
의약품	269.8	313.8	321.5	308.2	295.3	348.0	352.6	346.2	1,213.3	1,342.1	1,410.5
생활건강	34.8	56.6	53.3	54.4	44.1	56.6	31.7	53.9	201.1	186.3	208.3
해외/특목 사업	42.7	36.6	52.4	33.6	55.7	56.8	34.2	35.3	165.3	182.0	195.6
기타	31.8	26.3	22.3	27.8	15.8	21.6	13.1	18.9	108.2	69.4	123.3
매출이익	115.0	141.1	132.8	135.8	115.9	145.5	120.8	134.0	524.7	516.2	615.6
증가율(yoy)	25.8%	(8.1%)	(2.6%)	(23.4%)	0.7%	3.1%	(9.0%)	(-1.3%)	(6.0%)	(1.6%)	19.3%
영업이익	13.9	23.4	6.5	4.8	6.1	16.9	(4.5)	10.0	48.6	28.5	113.3
증가율(yoy)	1194.7%	(34.3%)	(68.0%)	(82.5%)	(56.1%)	(27.8%)	적전	108.2%	(42.3%)	(41.4%)	297.7%
영업이익률	3.7%	5.4%	1.4%	1.1%	1.5%	3.5%	(1.0%)	2.2%	2.9%	1.6%	5.8%
순이익	20.1	33.2	30.1	15.7	16.1	32.9	5.5	23.1	99.1	77.6	136.6
증가율(yoy)	(82.6%)	(3.2%)	(4.4%)	31.8%	(20.1%)	(0.9%)	(81.7%)	47.0%	(47.9%)	(21.7%)	76.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

렉라자(국내) 매출 전망(추정)



주: 렉라자 1차 치료제 급여 시작 23년 4분기 가정  
 자료: 유안타증권 리서치센터

R&D 파이프라인

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자 <sup>®</sup> LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (안센) 글로벌 3상					janssen
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Processa Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GInnovation
YH32367	면역항암						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD
YH34160	비만						
YH32364	면역항암						ablbio

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

유한양행 (000100) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,620	1,688	1,780	1,938	2,013
매출원가	1,061	1,163	1,264	1,322	1,403
매출총이익	558	525	516	616	609
판매비	474	476	488	502	516
영업이익	84	49	29	113	93
EBITDA	144	101	79	168	144
영업외손익	156	77	98	81	97
외환관련손익	-19	20	30	5	10
이자손익	4	2	3	4	5
관계기업관련손익	64	58	51	51	60
기타	107	-2	14	21	21
법인세비용차감전순이익	240	126	127	194	190
법인세비용	49	27	46	43	42
계속사업순이익	190	99	80	151	148
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	190	99	80	151	148
지배지분순이익	193	103	82	156	153
포괄순이익	213	124	42	114	111
지배지분포괄이익	215	127	43	115	112

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	29	99	193	187	358
당기순이익	190	99	80	151	148
감가상각비	55	47	47	52	48
외환손익	21	-5	-8	-5	-10
중속, 관계기업관련손익	-64	-58	-51	-51	-60
자산부채의 증감	-156	-61	106	6	199
기타현금흐름	-18	76	20	34	34
투자활동 현금흐름	58	-167	-137	-35	-31
투자자산	-85	-61	7	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-51	-46	-33	-35	-31
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	194	-60	-112	0	0
재무활동 현금흐름	12	-37	-30	-9	-10
단기차입금	34	21	0	0	0
사채 및 장기차입금	-1	-19	-10	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-24	-25	-26	-26	-26
기타현금흐름	3	-14	6	17	16
연결범위변동 등 기타	-19	5	-47	-174	-170
현금의 증감	79	-100	-20	-31	148
기초 현금	274	353	254	234	202
기말 현금	353	254	234	202	350
NOPLAT	84	49	29	113	93
FCF	-23	53	161	152	327

자료: 유안타증권

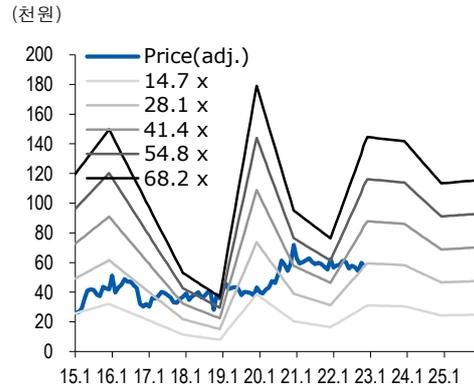
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,196	1,224	1,357	1,458	1,545
현금및현금성자산	353	254	234	202	350
매출채권 및 기타채권	464	474	501	586	548
재고자산	252	275	286	334	312
비유동자산	1,198	1,240	1,148	1,179	1,218
유형자산	326	331	322	305	288
관계기업 등 지분관련 자산	528	614	550	601	661
기타투자자산	203	129	102	102	102
자산총계	2,394	2,464	2,505	2,637	2,764
유동부채	382	432	441	450	458
매입채무 및 기타채무	217	215	241	250	257
단기차입금	49	69	69	69	69
유동성장기부채	20	21	21	21	21
비유동부채	165	96	83	83	83
장기차입금	47	28	18	18	18
사채	0	0	0	0	0
부채총계	547	528	524	533	541
지배지분	1,840	1,927	1,966	2,087	2,205
자본금	68	71	74	74	74
자본잉여금	114	112	114	114	114
이익잉여금	1,691	1,800	1,853	1,983	2,109
비지배지분	6	9	15	17	18
자본총계	1,847	1,936	1,981	2,104	2,223
순차입금	-326	-315	-400	-368	-516
총차입금	120	122	110	110	110

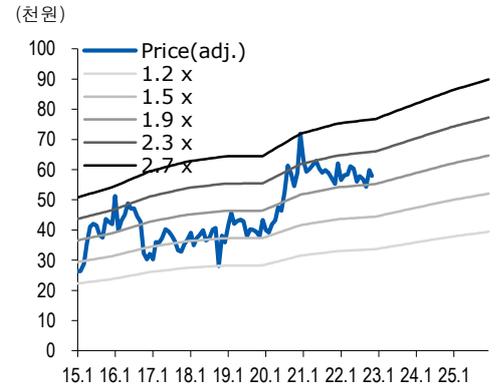
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,626	1,394	1,118	2,120	2,078
BPS	26,999	28,273	28,841	30,618	32,350
EBITDAPS	2,117	1,423	1,065	2,264	1,941
SPS	21,769	22,682	23,917	26,040	27,047
DPS	365	382	382	382	382
PER	19.3	43.7	51.8	27.3	27.9
PBR	1.9	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	23.9	41.5	49.5	23.5	26.4
PSR	2.3	2.7	2.4	2.2	2.1

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	9.4	4.2	5.4	8.9	3.9
영업이익 증가율 (%)	572.1	-42.3	-41.3	297.2	-17.8
지배순이익 증가율 (%)	381.8	-46.8	-19.7	89.1	-2.0
매출총이익률 (%)	34.5	31.1	29.0	31.8	30.3
영업이익률 (%)	5.2	2.9	1.6	5.8	4.6
지배순이익률 (%)	11.9	6.1	4.6	8.0	7.6
EBITDA 마진 (%)	8.9	6.0	4.5	8.7	7.2
ROIC	8.5	4.5	2.0	9.1	7.4
ROA	8.5	4.2	3.3	6.1	5.7
ROE	11.1	5.4	4.2	7.7	7.1
부채비율 (%)	29.6	27.3	26.5	25.3	24.3
순차입금/자기자본 (%)	-17.7	-16.3	-20.3	-17.6	-23.4
영업이익/금융비용 (배)	31.1	16.5	9.8	40.2	33.1

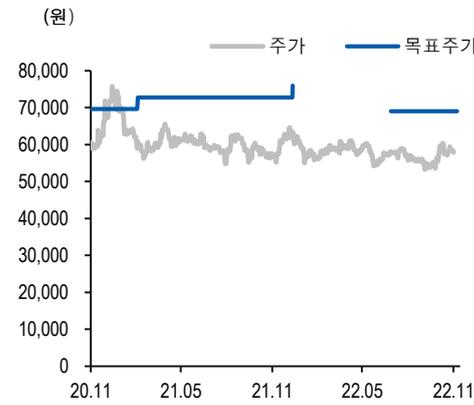
P/E band chart



P/B band chart



유한양행 (000100) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	69,000	1년		
2022-07-20	BUY	69,000	1년		
2021-10-30	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-15.93	-7.19
2020-10-30	BUY	69,601	1년	-13.54	8.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

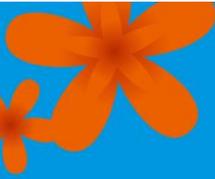
구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



# 한미약품 (128940)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>350,000원 (M)</b>
현재주가 (11/23)	<b>259,000원</b>
상승여력	<b>35%</b>

시가총액	31,904억원
총발행주식수	12,317,971주
60일 평균 거래대금	100억원
60일 평균 거래량	38,720주
52주 고	324,000원
52주 저	226,000원
외인지분율	15.84%
주요주주	한미사이언스 외 3인 41.41%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.6	(13.4)	(0.6)
상대	(2.4)	(12.8)	23.3
절대(달러환산)	13.1	(14.1)	(12.8)

## 23년 외형 성장 지속, NASH 파이프라인 기대

### 23년에 성장도 로수젯과 북경 한미가 주도

로수젯과 북경 한미의 성장은 23년에도 지속될 것으로 전망. 고지혈증 시장에서 스타틴/에제티미브가 표준 요법이 되고 있어 국내 고지혈증 시장(21년 기준 단일제 1.2조원, 복합제 0.8조원)에서 복합제 비중이 증가할 것으로 예상되며 로수젯의 수혜가 예상.

중국 아모잘탄 영업이 23년부터 시작할 예정이며, NRDL 등재 여부가 아모잘탄 성장에 중요 변수가 될 것으로 전망. 중국 내 코로나 19 영향으로 23년에도 진해거담제인 이안핑, 이탄징의 비성수기(2,3분기) 매출 호조가 이어질 것으로 예상.

### 상반기, 2개의 NASH 파이프라인 결과 확인

동사가 보유한 2개의 NASH 파이프라인의 임상 결과는 23년 상반기 확인 가능할 것으로 예상. 듀얼 아고니스트의 임상이 10월 종료되었으며, 23년 상반기 중간 결과를 발표할 예정이며 MSD와 임상용 의약품 공급 논의 중으로 23년 하반기 후속 임상을 시작할 것으로 기대.

트리플 아고니스트의 임상 2상 중간 결과도 상반기 확인할 수 있을 전망으로 임상 1상에서 비만이 동반된 NAFLD(NASH 전단계) 환자에게서 30% 이상의 지방간 감소 효과를 보였다. 트리플 아고니스트의 중간 결과에 따라 추가적인 기술 이전이 예상되며, 임상 2상 결과가 일부 확인 된 파이프라인이므로 높은 가치를 인정 받을 수 있을 것으로 판단.

### R&D 파이프라인 확보는 진행중

목표주가 35만원과 매수 의견을 유지. 포지오티닙에 대한 최종 결과(11/24 PDUFA date) 확정으로 불확실성을 해소할 수 있을 것으로 기대하며, 10/23일부터 미국 출시가 시작된 룰베돈 매출로 로열티 수익과 원료 공급 수익이 예상됨. 앵트즈사에 기술 이전한 AML 치료제 파이프라인인 투스페티닙의 임상 1/2상에서 완전 관해 사례가 확인되었으며 AML 치료제인 벤클렉스타(애브비)와 병용 확장 임상을 진행할 예정으로 주요 R&D 파이프라인으로 될 수 있을 것으로 기대.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	365	4.1	6.7	364	0.3
영업이익	47	11.0	1.4	46	2.7
세전계속사업이익	45	31.4	18.3	44	1.4
지배순이익	27	57.0	3.7	26	6.7
영업이익률 (%)	13.0	+0.8 %pt	-0.7 %pt	12.7	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	7.5	+2.5 %pt	-0.2 %pt	7.1	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,076	1,203	1,345	1,422
영업이익	49	125	167	188
지배순이익	12	67	92	118
PER	278.9	57.4	34.7	27.0
PBR	4.5	4.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	37.0	21.0	14.5	13.1
ROE	1.6	8.7	10.8	12.2

자료: 유안타증권

한미약품 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	270.3	279.3	303.1	350.5	321.1	317.1	342.1	365.0	1,203.2	1,345.3	1,422.3
증가율(yoy)	-6.2%	14.7%	13.6%	26.4%	18.8%	12.8%	12.9%	4.1%	11.8%	11.8%	5.7%
한미약품(별도)	197.1	222.7	226.4	271.1	226.6	238.0	250.8	269.3	920.1	984.9	1,033.5
북경 한미	73.4	59.5	75.4	80.4	94.8	78.5	93.0	95.4	288.7	361.7	387.8
한미정밀화학	20.4	22.0	18.7	26.0	23.7	23.9	23.3	27.3	87.1	98.2	102.3
연결 조정	(20.6)	(24.9)	(17.4)	(29.8)	(24.0)	(23.3)	(25.0)	(27.0)	(92.7)	(99.4)	(101.4)
매출 이익	146.2	141.4	160.4	184.7	172.7	166.0	188.5	200.7	632.8	729.4	779.6
매출 이익률	54.1%	50.6%	52.9%	52.7%	53.8%	52.3%	55.1%	55.0%	52.6%	54.2%	54.8%
증가율(yoy)	(10.9%)	9.0%	26.9%	15.1%	18.1%	17.4%	17.5%	8.7%	8.9%	15.0%	7.1%
영업이익	29.9	15.9	36.9	42.7	40.9	31.6	46.8	47.4	125.4	166.7	187.8
영업이익률	11.1%	5.7%	12.2%	12.2%	12.7%	10.0%	13.7%	13.0%	10.4%	12.4%	13.2%
증가율(yoy)	4.2%	49.6%	흑전	1.9%	36.4%	99.2%	26.9%	11.0%	156.1%	32.9%	12.7%
순이익	23.2	8.3	28.1	21.9	25.1	22.7	31.3	33.9	81.5	113.0	144.5
증가율(yoy)	102.0%	42.5%	흑전	(29.8%)	15.0%	174.6%	11.4%	54.9%	371.4%	38.6%	27.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

R&D 파이프라인

R&D 신약 파이프라인



	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration	Approved
Obesity/ NASH/ Diabetes	LAP <sup>®</sup> Glucagon Combo [HM15138+에라글라나타이드] 비만(대사성질환)	LAP <sup>®</sup> Insulin Analog [HM12470] 당뇨	LAP <sup>®</sup> GLP/GCG [에라글라나타이드] 비만(당뇨 동반) 당뇨	LAP <sup>®</sup> Exd4 Analog [에라글라나타이드] 당뇨		
	LAP <sup>®</sup> Insulin Combo [HM12470+에라글라나타이드] 당뇨		LAP <sup>®</sup> Triple Agonist [HM15211] 비만(당뇨 동반)			
Oncology	EZH1/2 저해제 [HM07662] 고형암 및 혈액암	롤론티스(Rolontis) <sup>®</sup> [에라글라나타이드] 호중구감소증 (중증투여요법)	pan-RAF 저해제 [멜바라제틴] BRAF 변이 및 기타 고형암	pan-RAF 저해제 [멜바라제틴] BRAP 변이 및 기타 고형암	pan-HER [포지오티닙] HER2 overexpressing NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) <sup>®</sup> [에라글라나타이드] 호중구 감소증
	SOS1 [HM09462] 고형암	pan-RAF 저해제 [멜바라제틴] 흑색종 및 고형암	pan-HER [포지오티닙] NSCLC 1차 치료요법		오락솔(Oraxol) <sup>®</sup> [라클라탄올+엔서쿼드] 유방암 등 고형암	
	LAP <sup>®</sup> L-2 Analog [HM16380] 고형암	PD-1/HER2 BsAb [HM02950] 고형암	CCR4 [FLM75] 고형암			
	PD-L1/4-1BB BsAb [HM1120] 고형암					
Rare Diseases/ Other	LAP <sup>®</sup> Triple Agonist [HM15211] 비만성 체중유증	MKI [HM43238] 급성골수성 백혈병	LAP <sup>®</sup> Glucagon Analog [HM15136] 천연성 고인슐린증			
	Long-acting ASB [HM15450] 유과다당체 결핍증	루미네이트(Luminate) <sup>®</sup> [ALG-1001] 당막제소분해증	LAP <sup>®</sup> GLP-2 Analog [HM15912] 단장 증후군			
	Long-acting GLA [HM15421] 외부리병		LAP <sup>®</sup> hGH [에라글라나타이드] 성장호르몬 결핍증			
			루미네이트(Luminate) <sup>®</sup> [ALG-1001] 간성노인성황반변성			
		BTK [포지오티닙] 자가면역질환				

B: 복경연미

자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

한미약품 (128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,076	1,203	1,345	1,422	1,494
매출원가	495	570	617	643	672
매출총이익	581	633	728	780	822
판매비	532	507	561	592	613
영업이익	49	125	167	188	209
EBITDA	110	215	256	267	280
영업외손익	-27	-22	-21	-6	1
외환관련손익	3	0	2	1	1
이자손익	-20	-11	-14	-7	-1
관계기업관련손익	0	0	-10	0	0
기타	-10	-11	1	1	1
법인세비용차감전순이익	22	104	145	182	210
법인세비용	5	22	32	38	43
계속사업순이익	17	81	113	144	167
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	81	113	144	167
지배지분순이익	12	67	92	118	136
포괄순이익	21	107	132	160	182
지배지분포괄이익	15	84	101	123	140

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	152	202	216	230	240
당기순이익	17	81	113	144	167
감가상각비	54	78	78	70	63
외환손익	-2	2	-1	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	10	0	0
자산부채의 증감	42	-54	-46	-50	-55
기타현금흐름	40	94	62	67	67
투자활동 현금흐름	-45	-43	-146	2	2
투자자산	14	-8	-123	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-42	-20	-18	0	0
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	-17	-16	-6	2	2
재무활동 현금흐름	-65	-113	-94	-75	-76
단기차입금	25	18	45	-62	-63
사채 및 장기차입금	-76	-117	-122	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-6	-10	-10	-10
기타현금흐름	-6	-8	-7	-3	-3
연결범위변동 등 기타	-1	18	-27	-12	-13
현금의 증감	40	63	-51	146	153
기초 현금	106	146	209	158	304
기말 현금	146	209	158	304	457
NOPLAT	49	125	167	188	209
FCF	110	182	198	230	240

자료: 유안타증권

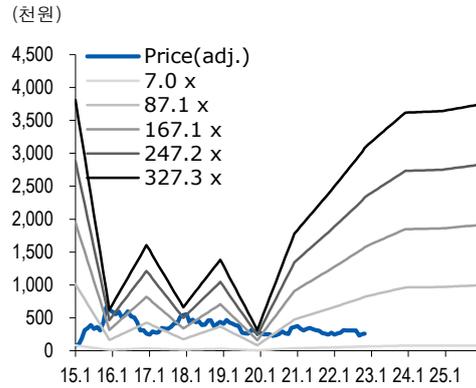
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	614	704	769	937	1,117
현금및현금성자산	146	209	158	304	457
매출채권 및 기타채권	150	223	206	211	222
재고자산	309	250	283	299	315
비유동자산	1,268	1,233	1,190	1,110	1,038
유형자산	987	945	885	815	752
관계기업 등 지분관련자산	2	2	21	21	21
기타투자자산	58	51	44	44	44
자산총계	1,882	1,937	1,959	2,046	2,155
유동부채	533	649	620	559	498
매입채무 및 기타채무	125	161	212	214	216
단기차입금	238	256	301	238	175
유동성장기부채	162	197	87	87	87
비유동부채	517	360	297	297	297
장기차입금	179	181	151	151	151
사채	210	110	75	75	75
부채총계	1,050	1,008	917	856	795
지배지분	730	803	900	1,028	1,174
자본금	30	30	31	31	31
자본잉여금	414	413	413	413	413
이익잉여금	334	397	459	571	701
비지배지분	102	125	142	162	185
자본총계	832	928	1,042	1,191	1,360
순차입금	652	542	364	156	-60
총차입금	800	754	623	561	498

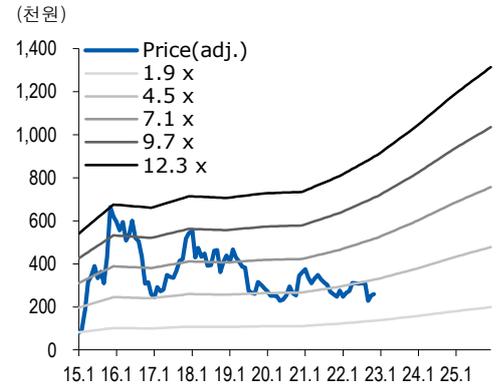
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	971	5,441	7,455	9,587	11,056
BPS	59,667	65,693	73,648	84,122	96,077
EBITDAPS	9,315	17,759	20,753	21,716	22,741
SPS	87,340	97,677	109,213	115,467	121,293
DPS	481	490	490	490	490
PER	278.9	57.4	34.7	27.0	23.4
PBR	4.5	4.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	37.0	21.0	14.5	13.1	11.8
PSR	3.1	3.2	2.4	2.2	2.1

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-3.4	11.8	11.8	5.7	5.0
영업이익 증가율 (%)	-52.9	156.1	32.9	12.7	11.1
지배순이익 증가율 (%)	-77.0	460.4	37.0	28.6	15.3
매출총이익률 (%)	54.0	52.6	54.1	54.8	55.0
영업이익률 (%)	4.6	10.4	12.4	13.2	14.0
지배순이익률 (%)	1.1	5.6	6.8	8.3	9.1
EBITDA 마진 (%)	10.3	17.8	19.0	18.8	18.7
ROIC	2.7	7.3	10.1	12.2	14.2
ROA	0.6	3.5	4.7	5.9	6.5
ROE	1.6	8.7	10.8	12.2	12.4
부채비율 (%)	126.2	108.6	87.9	71.9	58.5
순차입금/자기자본 (%)	89.3	67.5	40.5	15.2	-5.1
영업이익/금융비용 (배)	2.0	7.6	8.6	11.5	14.3

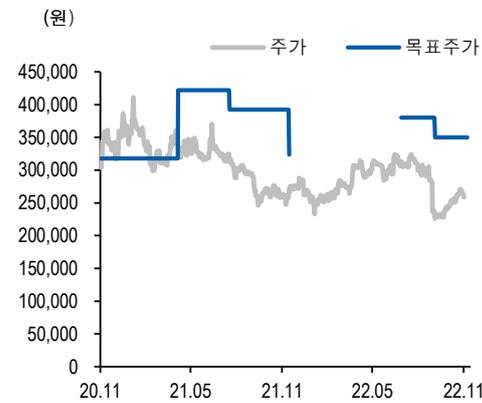
P/E band chart



P/B band chart



한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	350,000	1년		
2022-09-26	BUY	350,000	1년		
2022-07-20	BUY	380,000	1년	-21.19	-14.74
	담당자변경				
2021-12-07	BUY	323,709	1년	-12.48	0.09
2021-08-09	BUY	392,374	1년	-29.26	-19.37
2021-04-28	BUY	421,802	1년	-21.84	-12.21
2020-07-30	BUY	317,823	1년	-0.83	29.17

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# HK이노엔 (195940)

제약/바이오



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>51,000원 (M)</b>
현재주가 (11/23)	<b>37,350원</b>
상승여력	<b>37%</b>

시가총액	10,796억원
총발행주식수	28,904,499주
60일 평균 거래대금	62억원
60일 평균 거래량	170,555주
52주 고	60,800원
52주 저	31,900원
외인지분율	6.39%
주요주주	한국콜마 42.16%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.9	(8.1)	(35.3)
상대	1.2	(0.8)	(9.6)
절대(달러환산)	16.0	(8.5)	(43.0)

## 케이캡, 글로벌 진출은 23년에도

### 케이캡, 중국과 미국으로

22년 4월 케이캡(타이신짚)이 중국 NMPA로부터 품목 허가를 받고 5월부터 중국 파트너사인 립신사가 판매를 시작. 23년부터 중국 내 급여 의약품 목록인 NRDL 등재가 예상되며 등재 이후 큰 폭의 매출 증가와 그에 따른 로열티 수익 유입 예상.

임상 2상을 면제 받고 미국 임상 3상을 시작했으며, 미국인 대상 임상 1상(30명)에서 유효성, 안전성에서 특이점이 없었으며, 케이캡 국내, 중국 임상 성공 등으로 볼 때 임상 3상 성공 가능성도 매우 높을 것으로 판단.

### RoW 진출과 주요 시장인 유럽 파트너 계약 기대

한국, 중국 외에도 몽골, 필리핀, 인도네시아 등에서 품목허가를 받았으며, 싱가포르, 베트남 등에서 품목 허가가 진행중. 동남아, 인도 시장 진출은 23년에도 계속될 예정이며 남미, 중동 시장 파트너 계약도 기대.

주요 의약품 시장 중 하나인 유럽 진출이 23년 기대되며, 미국 임상 3상 시작으로 유럽 파트너사 확보가 가속화 될 수 있을 것으로 예상.

### H&B 매출도 코로나19 이전으로 회복

주요 품목인 컨디션 시리즈가 코로나 19 기간에 기존 액상 외에도 컨디션환, 컨디션 젤리를 추가. 4월 거리두기 해제 이후 컨디션 매출 증가가 견조하며 23년에는 전분기에 걸쳐 회복된 매출 실적을 기록할 전망이며, 코로나 19 이전인 19년 매출 이상도 가능할 것.

케이캡 중국 로열티 수익과 컨디션 매출 정상화로 23년 이익율 개선이 기대되며, 24년 케이캡 재계약(또는 직판)으로 이익율 개선이 매년 이루어질 것으로 판단하며 목표주가 51,000원과 매수 의견을 유지함

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	215	2.9	8.7	227	-5.1
영업이익	23	32.3	2.6	23	-2.4
세전계속사업이익	19	54.2	-3.1	20	-7.3
지배순이익	13	46.1	-11.7	13	-0.9
영업이익률 (%)	10.6	+2.4 %pt	-0.6 %pt	10.3	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	6.1	+1.8 %pt	-1.4 %pt	5.9	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	598	770	846	900
영업이익	87	50	67	103
지배순이익	28	25	49	75
PER	-	51.8	22.0	14.4
PBR	-	1.5	0.9	0.9
EV/EBITDA	-	24.0	14.6	8.4
ROE	3.8	2.6	4.2	6.2

자료: 유안타증권

HK 이노엔 실적 추정

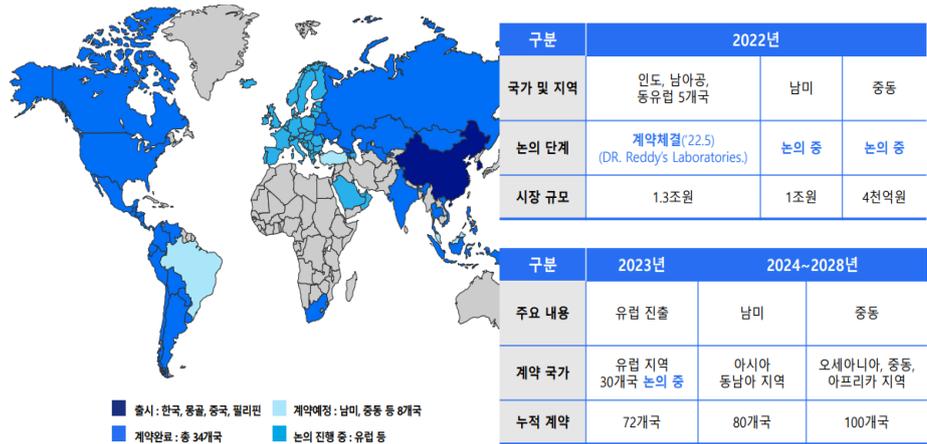
(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,868	1,849	1,886	2,095	1,802	2,519	1,982	2,154	7,698	8,457	8,995
YoY	40.7%	41.3%	24.7%	14.2%	(3.5%)	36.2%	5.1%	2.8%	28.6%	9.9%	6.4%
의약품 사업	1,717	1,672	1,765	1,887	1,617	2,280	1,724	1,872	7,041	7,493	8,004
케이캡	122	132	314	217	209	289	236	293	785	1,027	1,304
수액 제제	202	235	248	241	229	254	266	282	926	1,031	1,147
MSD 백신	601	414	399	510	402	822	289	408	1,924	1,921	1,913
기타	792	891	804	919	777	915	933	890	3,406	3,515	3,640
HB&B	151	177	121	207	185	238	258	282	656	963	991
컨디션 시리즈	85	101	63	140	110	156	167	189	389	622	640
기타	66	76	58	67	75	82	91	93	267	341	351
매출 총이익	745	777	815	841	716	984	934	1,053	3,178	3,608	4,093
판매 관리비	615	747	644	668	674	807	712	743	2,674	2,937	3,058
영업 이익	130	30	171	173	42	177	223	228	504	669	1,035
YoY	(28.2%)	(71.2%)	16.3%	(60.7%)	(67.7%)	490.0	30.4%	32.0%	(42.2%)	32.86%	54.5%
OPM	7.0%	1.6%	9.1%	8.3%	2.3%	7.0%	11.2%	10.6%	6.5%	7.9%	11.5%
세전 이익	78	(25)	105	120	61	150	191	185	278	587	927
당기 순이익	83	(9)	83	90	74	135	150	132	247	491	751
YoY	(33.6%)	적전	(30.3%)	172.7%	(10.8%)	흑전	80.7%	46.7%	(11.5%)	98.8%	52.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

케이캡 글로벌 진출 전략

2022년 누적 42개국, 2028년 100개국 진출 달성 목표



자료: HK 이노엔, 유안타증권 리서치센터

HK 이노엔 (195940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	598	770	846	900	952
매출원가	275	452	484	490	513
매출총이익	324	318	362	409	440
판매비	237	268	295	306	305
영업이익	87	50	67	103	135
EBITDA	117	83	94	157	180
영업외손익	-34	-23	-14	-11	-10
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-22	-19	-4	-11	-10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-12	-4	-9	0	0
법인세비용차감전순이익	53	28	53	93	125
법인세비용	25	3	4	18	24
계속사업순이익	28	25	49	75	101
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	25	49	75	101
지배지분순이익	28	25	49	75	101
포괄순이익	31	24	49	75	101
지배지분포괄이익	31	24	49	75	101

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	54	27	72	113	135
당기순이익	28	25	49	75	101
감가상각비	19	21	14	41	33
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-54	-35	4	-26	-22
기타현금흐름	61	16	5	22	23
투자활동 현금흐름	15	-167	64	-54	-46
투자자산	100	-1	-9	-12	-12
유형자산 증가 (CAPEX)	-94	-24	-30	-44	-36
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	9	-142	103	2	2
재무활동 현금흐름	-78	176	-102	-27	-24
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-48	-184	-57	-14	-11
자본	0	391	0	0	0
현금배당	0	0	-5	-9	-9
기타현금흐름	-30	-32	-39	-4	-4
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	-1
현금의 증감	-9	36	35	31	64
기초 현금	61	52	87	123	154
기말 현금	52	87	123	154	218
NOPLAT	87	50	67	103	135
FCF	-40	3	42	69	99

자료: 유안타증권

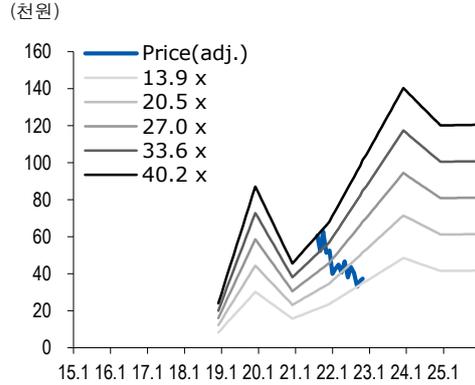
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	234	455	428	484	567
현금및현금성자산	52	87	123	154	218
매출채권 및 기타채권	98	120	139	152	162
재고자산	78	109	122	133	141
비유동자산	1,381	1,382	1,359	1,360	1,363
유형자산	258	255	254	257	260
관계기업 등 지분관련자산	5	7	13	25	37
기타투자자산	11	11	10	10	10
자산총계	1,615	1,838	1,786	1,845	1,930
유동부채	313	414	362	368	371
매입채무 및 기타채무	111	138	131	137	140
단기차입금	160	107	165	165	165
유동성장기부채	4	154	54	54	54
비유동부채	559	272	254	240	229
장기차입금	329	0	38	33	29
사채	200	249	197	189	182
부채총계	871	687	616	608	600
지배지분	743	1,151	1,171	1,237	1,329
자본금	11	14	14	14	14
자본잉여금	136	516	516	516	516
이익잉여금	31	55	98	164	256
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	743	1,151	1,171	1,237	1,329
순차입금	646	290	293	248	173
총차입금	698	513	456	442	431

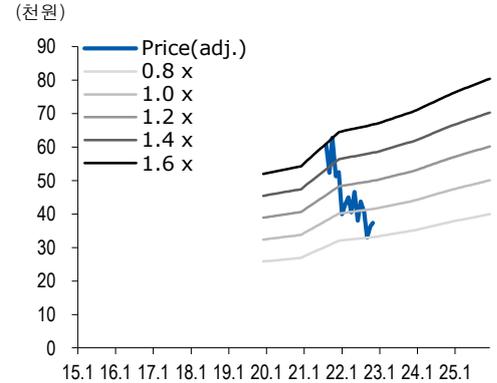
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,168	1,133	1,697	2,598	3,493
BPS	33,496	39,819	41,324	43,668	46,926
EBITDAPS	5,271	3,273	3,254	5,441	6,230
SPS	26,971	30,510	29,258	31,120	32,948
DPS	0	320	320	320	320
PER	-	51.8	22.0	14.4	10.7
PBR	-	1.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	-	24.0	14.6	8.4	7.0
PSR	-	1.9	1.3	1.2	1.1

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	10.8	28.6	9.9	6.4	5.9
영업이익 증가율 (%)	20.1	-42.2	33.1	54.4	30.3
지배순이익 증가율 (%)	111.1	-11.3	98.3	53.1	34.5
매출총이익률 (%)	54.1	41.3	42.8	45.5	46.2
영업이익률 (%)	14.5	6.5	7.9	11.5	14.2
지배순이익률 (%)	4.7	3.2	5.8	8.3	10.6
EBITDA 마진 (%)	19.5	10.7	11.1	17.5	18.9
ROIC	3.5	3.2	4.3	5.8	7.5
ROA	1.7	1.4	2.7	4.1	5.4
ROE	3.8	2.6	4.2	6.2	7.9
부채비율 (%)	117.3	59.7	52.6	49.1	45.2
순차입금/자기자본 (%)	86.9	25.2	25.0	20.0	13.0
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.6	14.7	9.2	12.5

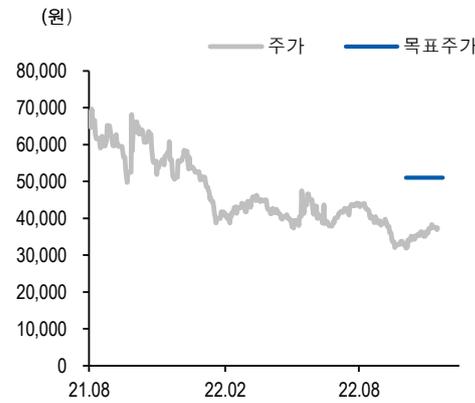
P/E band chart



P/B band chart



HK 이노엔 (195940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	51,000	1년		
2022-10-11	BUY	51,000	1년		
2022-07-22	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2021-07-22	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 셀트리온 (068270)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>240,000원 (I)</b>
현재주가 (11/23)	<b>175,000원</b>
상승여력	<b>37%</b>

시가총액	246,409억원
총발행주식수	140,805,210주
60일 평균 거래대금	682억원
60일 평균 거래량	381,522주
52주 고	212,500원
52주 저	141,000원
외인지분율	21.55%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 73인 22.80%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.6	(9.8)	(15.7)
상대	(7.9)	(9.1)	4.5
절대(달러환산)	7.1	(10.2)	(25.8)

## 바이오시밀러 시장 확대의 대표 수혜 기업

### 항체 의약품들의 특허 만료

바이오 시밀러도 제네릭 의약품과 마찬가지로 오리지널 의약품의 특허가 만료된 이후 출시가 가능하다. 현재 항체 바이오 시밀러 의약품은 7개의 성분이 출시되었으며, 엔브렐, 휴미라의 특허 문제로 미국 판매가 되지 않고 있으며 루센티스 바이오 시밀러 출시가 얼마 되지 않은 점을 고려하면 레미케이드와 제넨텍 항체 의약품 3종(허셉틴, 아바스틴, 리툭산)이 항체 바이오 시밀러 시장 전체를 구성하고 있었다.

23년부터 휴미라(미국)을 시작으로 스텔라라, 아일리아 등 항체 의약품 특허 만료가 지속될 예정으로 바이오 시밀러 품목이 다양해지면서 시밀러 시장이 고성장을 시작할 전망이다.

### 미국 직판과 IRA 법안

셀트리온 헬스케어는 유럽에 이어 미국에서도 파트너사를 통한 판매 전략에서 직접 판매로 변경할 예정이다. 분기마다 셀트리온 헬스케어와 판매 금액 변동에 따른 추가 정산이 이루어지는 특성상, 직접 판매 정산에 따른 셀트리온 헬스케어 이익율 증가는 헬스케어와 셀트리온 모두 이익 증가로 이어질 것으로 판단한다.

IRA 법안 시행으로 27년까지 바이오 시밀러 처방에 대한 추가 급여 상향(6%→8%)으로 직접적인 바이오 시밀러 사용이 확대되는 동시에 장기 독점 블록버스터에 대한 CMS 약가 협상권 부여로 바이오 시밀러 출시 시기는 현재보다 단축될 것으로 예상된다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 240,000원

투자 의견 매수와 목표주가 240,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 미국 직판이 안 정확에 접어들 것으로 예상되는 24년 예상 순이익 8,314억원 타겟 P/E 40배(셀트리온 1H19~20년 2월 평균 P/E 50에서 20% 할인)해서 산출했다.

다수의 바이오 시밀러 개발 파이프라인을 보유하고 있어, 특허 만료 시점에 맞춰 바이오시밀러를 출시하는 퍼스트 무버 전략이 다시 작용할 것으로 기대하며, 특허 만료로 인한 바이오 시밀러 시장 성장에서 다수 파이프라인 보유로 가장 큰 수혜를 입을 수 있을 것으로 판단한다.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	589	-5.3	-6.0	635	-7.2
영업이익	208	-6.3	1.3	230	-9.4
세전계속사업이익	197	31.8	-6.2	171	15.5
지배순이익	159	27.4	-4.5	167	-4.7
영업이익률 (%)	35.3	-0.4 %pt	+2.5 %pt	36.2	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	27.0	+6.9 %pt	+0.4 %pt	26.3	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,849	1,912	2,362	2,667
영업이익	719	757	755	977
지배순이익	518	579	628	746
PER	66.4	64.4	39.3	33.0
PBR	10.3	9.4	5.6	4.7
EV/EBITDA	38.3	37.7	24.8	20.0
ROE	17.1	16.0	15.3	15.9

자료: 유안타증권

셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	457.0	431.8	401.0	621.9	550.6	596.1	645.6	589.1	1,911.6	2,381.4	2,667.5
YoY	22.6%	0.7%	(26.9%)	24.7%	20.5%	38.1%	61.0%	(5.3%)	3.4%	24.6%	12.0%
바이오시밀러	283.3	241.8	248.6	217.7	275.3	345.7	342.2	357.0	991.4	1,205.1	1,745.2
CMO(TEVA)	0	0	0	373	0	0	0	22.2	37.3	22.2	83.4
제약/케미컬	73.1	99.3	80.2	93.3	99.1	137.1	122.7	125.9	345.9	484.8	507.4
기타	100.5	90.7	72.2	273.6	176.2	113.3	180.8	840	537.0	554.2	331.5
매출 총이익	297.1	239.4	247.8	321.5	251.5	300.2	300.0	297.5	1,105.8	1,149.3	1,373.3
판매 관리비	89.4	76.2	83.9	99.5	109.2	101.2	86.2	89.5	348.9	386.2	381.3
영업 이익	207.7	163.2	164.0	222.0	142.3	199.0	205.3	208.0	756.9	754.5	976.5
YoY	72.7%	(10.2%)	(33.1%)	29.7%	(31.5%)	21.9%	25.2%	(6.3%)	5.3%	(0.3%)	29.4%
OPM	45.4%	37.8%	40.9%	35.7%	25.8%	33.4%	32.8%	35.3%	39.6%	31.9%	36.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

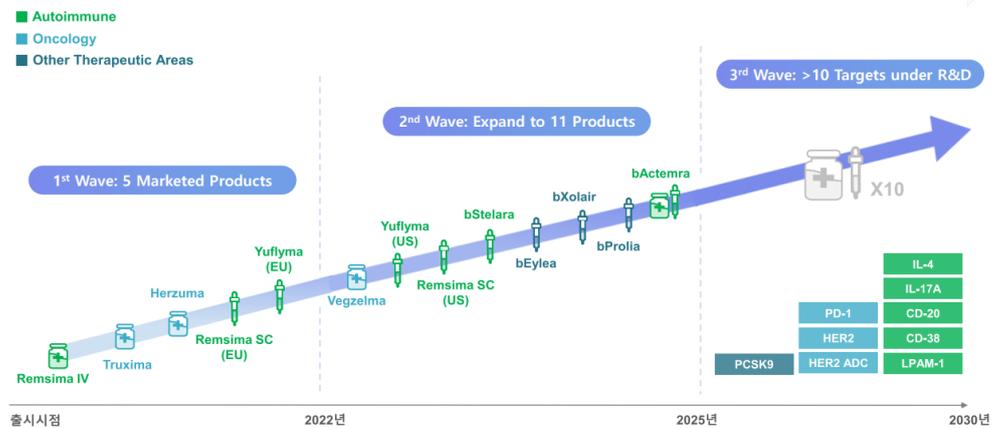
셀트리온 목표 주가 산정

부문	단위	비고
1. 영업 가치	33,257 (십억원)	24년 예상 순이익 8,314억원 Target P/E Multiple 40x 적용 (셀트리온 2H19~20.2 평균 P/E에서 20% 할인)
2. 순차입금	(441) (십억원)	2022년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	33,698 (십억원)	1~2
4. 총 주식수	140,805 (천주)	
5. 주당 가치	239,323 (원)	3/4
6. 목표 주가	240,000 (원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 바이오 시밀러 개발 계획

Next Wave 파이프라인



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,849	1,912	2,362	2,667	2,942
매출원가	821	806	1,232	1,294	1,412
매출총이익	1,028	1,106	1,130	1,373	1,530
판매비	309	349	376	397	471
영업이익	719	757	755	977	1,059
EBITDA	892	971	980	1,186	1,247
영업외손익	-61	-6	20	-34	-17
외환관련손익	-23	33	29	-4	-4
이자손익	-2	-4	7	19	37
관계기업관련손익	3	-4	7	-9	-9
기타	-39	-31	-23	-41	-41
법인세비용차감전순손익	657	751	775	942	1,042
법인세비용	131	156	153	189	211
계속사업순손익	526	596	622	753	831
중단사업순손익	0	0	11	0	0
당기순이익	526	596	634	753	831
지배지분순이익	518	579	628	746	824
포괄순이익	529	615	741	908	986
지배지분포괄이익	521	599	734	900	977

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	351	911	527	701	1,131
당기순이익	526	596	634	753	831
감가상각비	58	62	65	59	53
외환손익	14	-16	-27	4	4
중속, 관계기업관련손익	-3	4	-7	9	9
자산부채의 증감	-507	0	-271	-371	-1
기타현금흐름	263	266	134	247	236
투자활동 현금흐름	-472	-356	-189	19	16
투자자산	3	-24	39	38	38
유형자산 증가 (CAPEX)	-87	-63	-91	0	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-389	-268	-136	-19	-22
재무활동 현금흐름	266	-69	-304	28	26
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-52	-132	-44	0	0
자본	19	21	9	0	0
현금배당	0	0	-102	-101	-101
기타현금흐름	299	41	-166	130	128
연결범위변동 등 기타	-7	18	-16	-130	-130
현금의 증감	138	504	19	617	1,044
기초 현금	546	684	1,188	1,207	1,825
기말 현금	684	1,188	1,207	1,825	2,869
NOPLAT	719	757	755	977	1,059
FCF	264	848	436	701	1,131

자료: 유안타증권

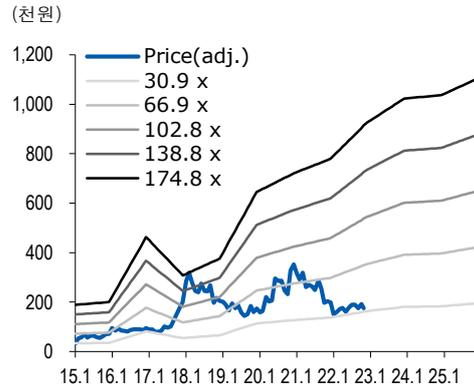
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,516	3,074	3,423	4,516	5,661
현금및현금성자산	684	1,188	1,207	1,825	2,869
매출채권 및 기타채권	1,316	1,122	1,285	1,619	1,693
재고자산	384	578	650	793	819
비유동자산	2,504	2,600	2,691	2,435	2,199
유형자산	946	950	974	914	862
관계기업 등 지분관련자산	48	65	74	27	-19
기타투자자산	31	24	25	25	25
자산총계	5,020	5,674	6,114	6,951	7,860
유동부채	1,057	1,210	1,197	1,208	1,210
매입채무 및 기타채무	300	309	428	439	441
단기차입금	437	512	584	584	584
유동성장기부채	134	57	49	49	49
비유동부채	536	413	468	468	468
장기차입금	200	170	175	175	175
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,593	1,624	1,665	1,676	1,678
지배지분	3,308	3,917	4,302	5,102	5,979
자본금	135	138	141	141	141
자본잉여금	828	856	868	868	868
이익잉여금	2,475	3,052	3,575	4,220	4,943
비지배지분	120	133	147	174	203
자본총계	3,428	4,050	4,449	5,275	6,182
순차입금	76	-518	-441	-1,058	-2,102
총차입금	774	744	811	811	811

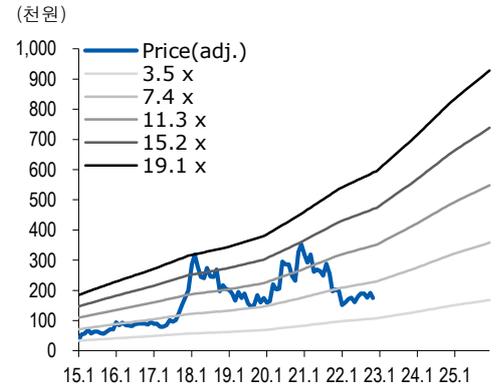
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,691	4,122	4,458	5,301	5,853
BPS	23,773	28,115	31,192	36,989	43,349
EBITDAPS	6,616	7,044	6,961	8,424	8,859
SPS	13,181	13,597	16,779	18,944	20,892
DPS	0	735	735	735	735
PER	66.4	64.4	39.3	33.0	29.9
PBR	10.3	9.4	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	38.3	37.7	24.8	20.0	18.2
PSR	18.6	19.5	10.4	9.2	8.4

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	63.9	3.4	23.6	12.9	10.3
영업이익 증가율 (%)	88.3	5.3	-0.3	29.4	8.4
지배순이익 증가율 (%)	72.0	11.9	8.3	18.9	10.4
매출총이익률 (%)	55.6	57.8	47.8	51.5	52.0
영업이익률 (%)	38.9	39.6	31.9	36.6	36.0
지배순이익률 (%)	28.0	30.3	26.6	28.0	28.0
EBITDA 마진 (%)	48.3	50.8	41.5	44.5	42.4
ROIC	17.9	16.6	15.6	18.3	19.4
ROA	11.7	10.8	10.7	11.4	11.1
ROE	17.1	16.0	15.3	15.9	14.9
부채비율 (%)	46.5	40.1	37.4	31.8	27.1
순차입금/자기자본 (%)	2.3	-13.2	-10.2	-20.7	-35.2
영업이익/금융비용 (배)	95.8	91.9	98.7	107.2	115.8

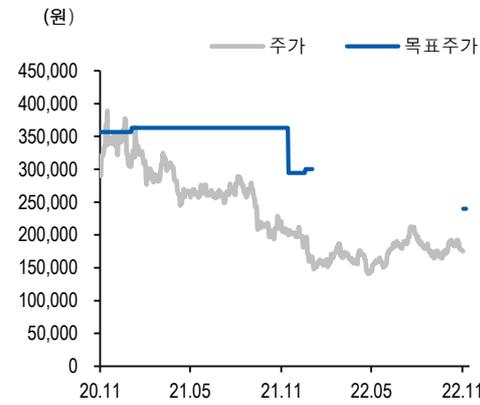
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	240,000	1년		
2021-12-07	BUY	294,444	1년	-40.42	-27.83
2021-08-10	1년 경과 이후		1년	-33.66	-18.95
2020-08-10	BUY	356,615	1년	-22.67	9.05

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 셀트리온헬스케어 (091990)



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>100,000원 (I)</b>
현재주가 (11/23)	<b>65,100원</b>
상승여력	<b>54%</b>

시가총액	103,016억원
총발행주식수	158,242,322주
60일 평균 거래대금	321억원
60일 평균 거래량	475,645주
52주 고	86,800원
52주 저	54,000원
외인지분율	16.21%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 21인 38.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.9	(9.3)	(21.5)
상대	(5.3)	(2.1)	9.6
절대(달러환산)	8.5	(9.8)	(31.0)

## 직접 판매로 전환할 적기

### 바이오 시밀러 신제품 매년 2개 이상

연내 유프라이마의 FDA 승인이 기대되며, 23년 7월부터 미국 판매를 시작할 수 있을 것이며 23년 베그젤마와 유프라이마의 미국 판매, 24년 램시마 SC, 스텔라라, 아일리아 바이오 시밀러 출시가 이어질 것으로 기대. 현재 램시마와 트룩시마, 허쥬마 중심 매출 구조에서 벗어날 것으로 판단하며 매년 바이오 시밀러 포트폴리오 추가로 이익율도 증가할 것으로 예상. 바이오 시밀러는 출시 이후 추가 경쟁 바이오시밀러 등장으로 지속적인 가격하락이 불가피하나 매년 신제품 포트폴리오 추가로 이익 하락을 방어할 것.

### 미국 직판으로 이익 개선과 가격 경쟁력 확보

유럽 직판 전환에 이어 23년부터 미국 시장에서도 직접 판매를 시작할 예정. 미국 직판으로 인한 추가 판관비 증가가 예상되나 파트너사에게 지불하던 수수료(매출액의 2~30% 추정)를 고려할 때 직판으로 인한 이익 증가가 더 클 것. 병원, 클리닉 대상 영업 비중이 높은 신약과는 달리 바이오시밀러, 제네릭은 대형 보험사 선호목록 등재가 시장 점유율 확보에서 중요하므로 PBM 위주 영업으로 판관비 증가는 제한적일 것으로 예상.

이익율 증가로 바이오 시밀러시장에서 추가 가격 인하 여력 확보로 가격 경쟁력 확보가 가능할 전망이, 자가면역질환 중심의 바이오 시밀러 품목 추가로 직판으로 인한 판관비 영향은 매년 낮아질 것으로 판단.

### 투자의견 Buy, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개시

목표주가 10만원과 매수의견으로 커버리지 개시. 목표주가는 미국 직판 이후 안정적인 판매 구조가 정착될 것으로 예상되는 24년 예상 순이익(3644억원)에 PER 44배(셀트리온 헬스케어 1Q20 PER 평균 55에 20% 할인 적용)를 적용해 산출.

바이오 시밀러 시장의 구조적 성장이 이루어질 전망이며, 동사가 판매하는 셀트리온의 바이오 시밀러 파이프라인이 다수이며, 매년 신제품 출시가 이어질 수 있을 것으로 예상

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	575	-5.1	15.9	570	1.0
영업이익	82	17.8	13.4	83	-1.3
세전계속사업이익	94	309.6	-49.3	95	-0.8
지배순이익	72	332.7	-47.4	76	-4.1
영업이익률 (%)	14.3	+2.8 %pt	-0.3 %pt	14.6	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	12.6	+9.8 %pt	-15.1 %pt	13.3	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,628	1,804	2,006	2,418
영업이익	362	199	274	275
지배순이익	240	153	293	248
PER	58.2	116.7	35.2	41.5
PBR	7.2	8.4	4.5	4.2
EV/EBITDA	37.0	85.7	36.1	36.1
ROE	13.4	7.6	13.4	10.7

자료: 유안타증권

셀트리온 헬스케어 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	356.3	433.3	409.1	605.8	415.7	519.0	496.4	575.1	1,804.5	2,006.2	2,418.3
YoY	(0.2%)	3.1%	(11.7%)	56.5%	16.7%	19.8%	21.3%	(5.1%)	10.9%	11.2%	20.5%
램시마 IV	163.9	138.7	249.6	260.5	162.1	223.2	243.9	247.5	812.6	876.7	895.2
램시마 SC	17.8	17.3	24.5	30.3	41.6	51.9	67.5	80.3	90.0	241.2	397.8
트룩시마	110.5	164.7	73.6	121.2	137.2	155.7	88.2	122.4	469.9	503.5	518.6
허쥬마	60.6	47.7	40.9	72.7	41.6	57.1	67.5	77.1	221.8	243.2	263.5
기타	3.6	65.0	20.5	121.2	33.3	31.1	51.9	47.9	210.2	164.2	196.6
매출 총이익	82.3	127.1	74.7	146.4	104.3	140.9	153.1	165.6	430.5	563.9	762.3
판매 관리비	50.8	50.9	52.7	76.6	59.2	66.8	80.6	83.4	231.1	290.0	486.9
영업 이익	31.5	76.2	22.0	69.8	45.0	74.1	72.5	82.2	199.4	273.9	275.4
YoY	(42.7%)	(12.3%)	(82.8%)	(24.0%)	43.1%	(2.7%)	229.3%	17.8%	(44.9%)	37.3%	0.6%
OPM	8.8%	17.6%	5.4%	11.5%	10.8%	14.3%	14.6%	14.3%	11.1%	13.7%	11.4%

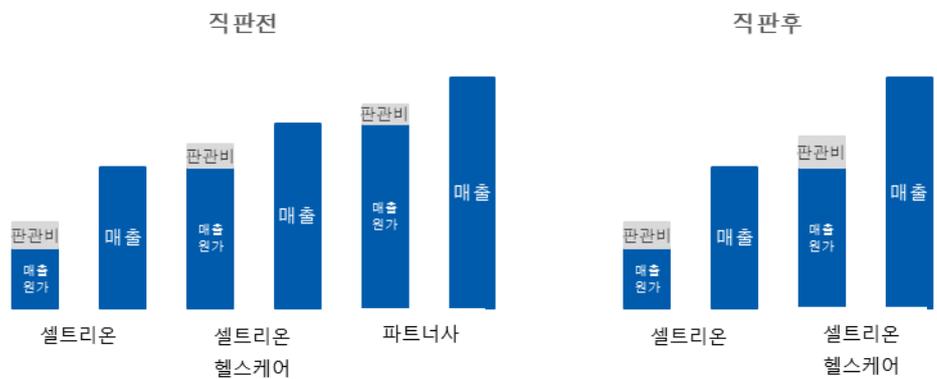
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 목표 주가 산정

부문	단위	비고
1. 영업 가치	16,032 (십억원)	24년 예상 순이익 3,644억원 Target P/E Multiple 44x 적용 (헬스케어 1Q20 평균 P/E 에서 20% 할인)
2. 순차입금	(247) (십억원)	2022년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	16,279 (십억원)	1-2
4. 총 주식수	158,242 (천주)	
5. 주당 가치	102,874 (원)	3/4
6. 목표 주가	100,000 (원)	

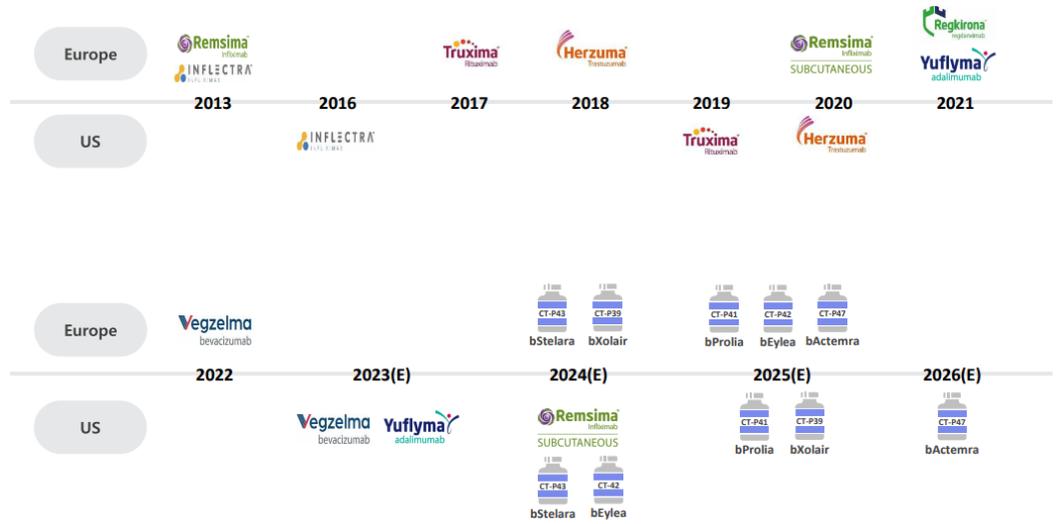
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 수익 구조 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

제품별 출시 일정(예정)



Note: 1) Inflectra™ 로고는 Pfizer 소유임  
 2) 출시 일정은 시장 상황 및 허가 일정에 따라 변동될 수 있음

자료: 셀트리온 헬스케어, 유안타증권 리서치센터

Source: Statista, 2023. 1E

셀트리온헬스케어 (091990) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,628	1,804	2,006	2,418	2,844
매출원가	1,086	1,374	1,442	1,656	1,863
매출총이익	542	431	564	762	981
판매비	180	231	290	487	555
영업이익	362	199	274	275	426
EBITDA	365	205	279	279	429
영업외손익	-47	-1	162	46	46
외환관련손익	-61	38	201	97	97
이자손익	-6	-10	-4	-4	-4
관계기업관련손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	20	-29	-35	-46	-46
법인세비용차감전순손익	315	198	436	322	472
법인세비용	74	46	143	73	108
계속사업순손익	240	153	293	248	365
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	240	153	293	248	365
지배지분순이익	240	153	293	248	365
포괄순이익	249	172	268	191	307
지배지분포괄이익	249	172	268	191	307

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-23	-175	-117	-304	-321
당기순이익	240	153	293	248	365
감가상각비	3	3	4	3	2
외환손익	51	-7	-157	-97	-97
중속, 관계기업관련손익	0	1	1	1	1
자산부채의 증감	-389	-397	-480	-579	-711
기타현금흐름	72	72	222	121	120
투자활동 현금흐름	-136	-4	63	-9	-9
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-135	-2	63	-9	-9
재무활동 현금흐름	88	188	-147	-36	-32
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-40	-40	-40
기타현금흐름	88	188	-107	3	7
연결범위변동 등 기타	6	15	370	333	337
현금의 증감	-65	23	168	-16	-25
기초 현금	297	231	255	423	407
기말 현금	231	255	423	407	382
NOPLAT	362	199	274	275	426
FCF	-23	-176	-118	-304	-321

자료: 유안타증권

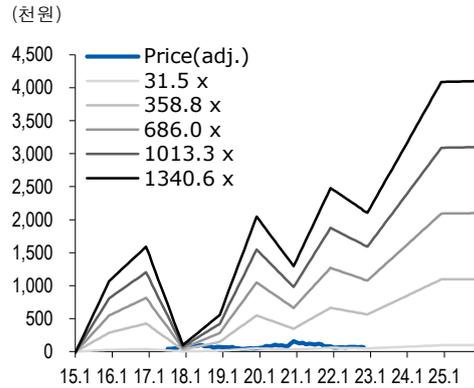
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,499	3,703	3,941	4,367	4,822
현금및현금성자산	231	255	423	407	382
매출채권 및 기타채권	410	584	687	644	712
재고자산	2,035	2,066	2,478	2,963	3,376
비유동자산	241	212	279	274	271
유형자산	6	7	8	6	4
관계기업 등 지분관련자산	2	2	1	0	0
기타투자자산	2	3	2	2	2
자산총계	3,740	3,915	4,220	4,642	5,093
유동부채	1,658	1,644	1,792	2,063	2,246
매입채무 및 기타채무	1,226	1,102	1,271	1,541	1,725
단기차입금	198	399	384	384	384
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	149	165	174	174	174
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,807	1,809	1,967	2,237	2,421
지배지분	1,933	2,106	2,253	2,405	2,673
자본금	152	155	158	158	158
자본잉여금	1,409	1,413	1,417	1,417	1,417
이익잉여금	563	712	962	1,171	1,496
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,933	2,106	2,253	2,405	2,673
순차입금	-330	-124	-247	-231	-206
총차입금	201	402	389	389	389

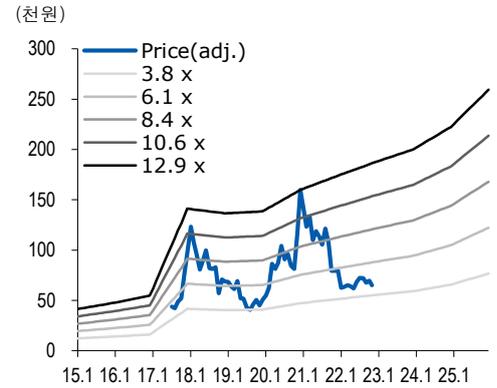
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,526	965	1,850	1,570	2,305
BPS	12,378	13,471	14,517	15,494	17,220
EBITDAPS	2,410	1,320	1,761	1,764	2,711
SPS	10,333	11,417	12,678	15,282	17,973
DPS	0	255	255	255	255
PER	58.2	116.7	35.2	41.5	28.2
PBR	7.2	8.4	4.5	4.2	3.8
EV/EBITDA	37.0	85.7	36.1	36.1	23.5
PSR	8.6	9.9	5.1	4.3	3.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	47.8	10.9	11.2	20.5	17.6
영업이익 증가율 (%)	337.4	-44.9	37.3	0.6	54.8
지배순이익 증가율 (%)	270.1	-36.5	91.9	-15.1	46.8
매출총이익률 (%)	33.3	23.9	28.1	31.5	34.5
영업이익률 (%)	22.2	11.1	13.7	11.4	15.0
지배순이익률 (%)	14.8	8.5	14.6	10.3	12.8
EBITDA 마진 (%)	22.4	11.3	13.9	11.5	15.1
ROIC	25.3	11.6	10.6	10.5	14.6
ROA	7.3	4.0	7.2	5.6	7.5
ROE	13.4	7.6	13.4	10.7	14.4
부채비율 (%)	93.5	85.9	87.3	93.0	90.6
순차입금/자기자본 (%)	-17.1	-5.9	-11.0	-9.6	-7.7
영업이익/금융비용 (배)	42.2	20.0	53.0	51.4	79.2

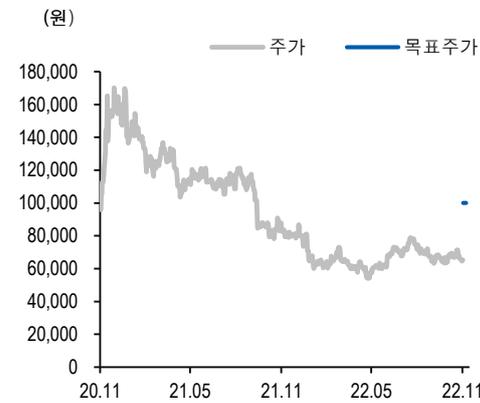
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온헬스케어 (091990) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	100,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 알테오젠 (196170)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>65,000원 (D)</b>
현재주가 (11/23)	<b>37,250원</b>
상승여력	<b>74%</b>

시가총액	19,191억원
총발행주식수	52,415,477주
60일 평균 거래대금	189억원
60일 평균 거래량	441,014주
52주 고	72,652원
52주 저	28,694원
외인지분율	12.95%
주요주주	박순재 외 7 인 25.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.3	(30.2)	(37.2)
상대	1.6	(24.7)	(12.2)
절대(달려환산)	16.4	(30.5)	(44.7)

## SC 제형화, 구매자도 시간에 쫓겨

### ALT-B4 기술 이전 이상 없음

ALT-B4를 이용해 개발 중인 것으로 추정되는 키트루다SC의 임상 시험은 차질 없이 진행 중인 것으로 판단. ALT-B4 시료 공급 완료와 MSD의 임상 3상 IND 신청으로 곧 임상을 개시할 수 있을 것으로 기대하며 키트루다 SC 임상 순항은 ALT-B4가 상업화가 가능한 SC 제형화 플랫폼임을 확인 시켜주는 효과가 있을 것으로 기대.

### 추가 L/O 가능성은 여전히 높다.

22년 추가적인 L/O에 대한 기대감이 높았으나 추가 L/O가 지연되고 있는 것으로 추정. 그러나 SC 제형 필요성이 기존 자가 면역 질환 위주에서 항암제 분야로 확대되고 있다고 판단하며 항암제 시장에서 Halozyme 사와의 SC 제형화 개발이 다수 진행중. 오리지널 품목의 SC 제형화는 이후 오리지널 품목을 타겟으로 한 바이오 시밀러의 SC 제형화가 필수적일 수밖에 없을 것으로 예상되며, SC 제형화 기술 파트너가 제한적이기 때문에 오리지널과 소수 바이오 시밀러 경쟁 시장 형성과 가격 인하 경쟁 완화 기대.

Argenx의 비브가르트 SC가 BLA 신청을 했고, 이뮤노반트/한올바이오의 바토클리맙의 임상 이 다시 시작되며 FcRn 억제제에서도 SC 제형화가 필수적일 것으로 판단하며 존슨앤존슨이 개발 중인 니포칼리맙도 SC 제형화가 필요할 것으로 보이며 개발을 미루기는 어려울 것으로 판단.

### 투자의견 Buy, 목표주가 65,000원으로 조정

1주당 0.2주 무상 증자로 인한 주식수 증가와 리제네론의 고농도 아일리아 품목 허가가 23년 1월 예정되어 있어 아일리아 바이오시밀러 시장 점유율을 하향해 목표 주가를 조정.

SC 제형화 기술인 ALT-B4이 적용되어 개발중인 파이프라인 가치만을 반영. SC 제형에 대한 시장 수요가 견조할 것으로 기대되어 추가적인 L/O 가능성이 높으며, L/O 이후 리레이팅이 가능할 것

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	42	41	33	63
영업이익	0	-13	-26	12
지배순이익	-16	-4	-1	26
PER	-210.3	-907.8	-1,529.6	73.8
PBR	54.9	26.4	12.0	10.4
EV/EBITDA	1,678.6	-305.1	-76.3	108.9
ROE	-24.1	-3.9	-0.8	14.8

자료: 유안타증권

알테오젠 목표 주가 산정

부문		단위	비고
1. 파이프라인가치	3,220	(십억원)	A+B+C
A. ALT-B4 가치	2,400	(십억원)	L/O 3건 가치 합산
A1. 기술이전 1	203	(십억원)	25년 매출 발생, 성공률 42% 가정
A2. 기술이전 2	1,969	(십억원)	최초 품목 25년 매출 발생, 성공률 80% 나머지 5개 품목 SC 제형 성공률 35% 가정
A3: 인타스 파마	228	(십억원)	27년 매출 발생, 성공률 65% 가정
B. 아일리아 바이오시밀러	712	(십억원)	25년 매출 발생, 피크 M/S 12%, 성공률 80% 가정
C. 지속형 성장 호르몬 가치	109	(십억원)	25년 매출 발생, 피크 M/S 10%, 성공률 39%가정
2. 순차입금	(165)	(십억원)	2022년말 예상 순차입금
3. 총 가치	3,385	(십억원)	1-2
4. 총 주식수	52,415	(천주)	
5. 주당 가치	64,588	(원)	3/4
6. 목표 주가	65,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

파이프라인 진행 현황(10월 기준)

플랫폼	품목명	세부구 개발	공정개발	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	
재조합 히알루로니다제 (Hybrozyme™)	ALT-B4 (SC 제형 변경)	GLOBAL TOP 10 파트너사 글로벌 임상 1상 완료						총 3개사 L/O 임상3상 시료 공급 완 료
	ALT-BB4 (단독투여)	국내 품목허가용 피보탈 임상 완료						임상1상 완료 CSR 준비
지속형 바이오베터 (NexP™)	ALT-P1 (성장호르몬)	성인 대상 국내 임상 2상 완료						알테오젠 주도 임상2상 IND 신청예정
	ALT-B5 (말단비대증)	전임상 준비 중						
ADC (NexMab™)	ALT-P7 (유방암/위암)	국내 임상 1상 완료						병용요법 파트너 물색 중
바이오시밀러*	ALT-L9 (습성 황반변성)	글로벌 임상 3상 진행						글로벌 12개국 대상 2024년 완료예정
	ALT-L2 (유방암/위암)	중국 파트너사(QiLu) 임상3상 종료 통지						중국 내 품목허가 준비

\* 바이오시밀러 임상 2상 면제

자료: 알테오젠, 유안타증권 리서치센터

알테오젠 (196170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	42	41	33	63	95
매출원가	24	33	24	29	33
매출총이익	19	8	9	33	61
판매비	19	21	34	21	25
영업이익	0	-13	-26	12	36
EBITDA	2	-11	-23	16	38
영업외손익	-18	4	23	12	13
외환관련손익	-2	3	3	1	1
이자손익	0	1	3	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-15	0	17	8	8
법인세비용차감전순손익	-18	-8	-3	24	48
법인세비용	1	1	0	0	1
계속사업순손익	-18	-9	-3	24	48
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-18	-9	-3	24	48
지배지분순이익	-16	-4	-1	26	53
포괄순이익	-18	-9	-3	24	48
지배지분포괄이익	-16	-4	-1	26	53

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	2	-9	-10	23	36
당기순이익	-18	-9	-3	24	48
감가상각비	2	2	3	3	3
외환손익	2	-2	-2	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3	-3	3	2	-9
기타현금흐름	19	3	-11	-5	-4
투자활동 현금흐름	-43	-126	10	1	0
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5	-14	-6	0	0
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-40	-112	15	1	0
재무활동 현금흐름	76	107	28	34	36
단기차입금	0	-1	2	4	4
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	4	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	76	107	22	30	33
연결범위변동 등 기타	0	0	-21	-24	-24
현금의 증감	35	-28	7	33	49
기초 현금	4	39	11	18	51
기말 현금	39	11	18	51	100
NOPLAT	0	-14	-28	12	36
FCF	-4	-23	-15	23	36

자료: 유안타증권

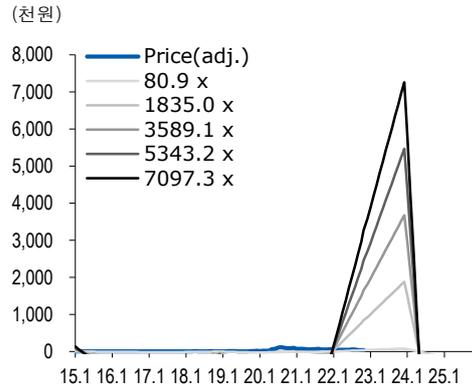
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	138	212	179	212	270
현금및현금성자산	39	11	18	51	100
매출채권 및 기타채권	3	6	4	4	8
재고자산	0	1	2	3	8
비유동자산	21	48	77	73	70
유형자산	19	29	32	29	26
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	159	260	256	285	341
유동부채	97	123	95	98	102
매입채무 및 기타채무	3	4	6	6	6
단기차입금	3	2	4	8	12
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	3	2	2	1
장기차입금	1	1	1	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	99	126	96	100	104
지배지분	61	137	162	188	241
자본금	14	22	26	26	26
자본잉여금	75	146	168	168	168
이익잉여금	-29	-33	-34	-8	45
비지배지분	-1	-3	-3	-3	-4
자본총계	61	134	160	185	237
순차입금	-130	-199	-165	-194	-240
총차입금	4	4	5	9	12

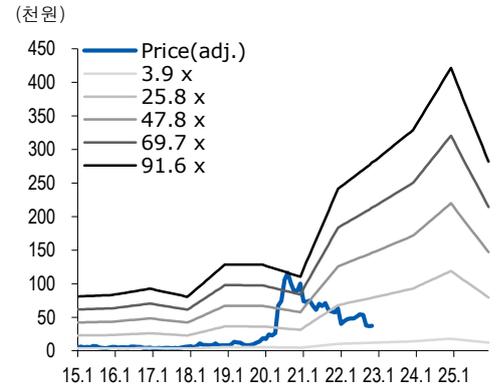
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-314	-77	-24	505	1,023
BPS	1,203	2,632	3,097	3,593	4,599
EBITDAPS	65	-246	-438	302	731
SPS	842	793	629	1,198	1,803
DPS	0	0	0	0	0
PER	-210.3	-907.8	-1,529.6	73.8	36.4
PBR	54.9	26.4	12.0	10.4	8.1
EV/EBITDA	1,678.6	-305.1	-76.3	108.9	43.7
PSR	78.5	87.7	59.2	31.1	20.7

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	45.1	-3.1	-19.8	90.4	50.5
영업이익 증가율 (%)	-97.4	21,898.1	적지	흑전	190.3
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	102.8
매출총이익률 (%)	44.2	19.9	26.0	53.3	64.6
영업이익률 (%)	-0.1	-31.1	-78.5	19.5	37.7
지배순이익률 (%)	-37.3	-9.4	-3.8	41.4	55.8
EBITDA 마진 (%)	4.3	-25.9	-69.7	25.2	40.6
ROIC	-0.4	-48.0	-48.0	17.0	48.2
ROA	-12.9	-1.8	-0.5	9.6	16.8
ROE	-24.1	-3.9	-0.8	14.8	24.6
부채비율 (%)	162.8	94.4	60.3	53.9	43.7
순차입금/자기자본 (%)	-212.1	-145.8	-101.5	-103.2	-99.4
영업이익/금융비용 (배)	-0.1	-21.2	-76.7	18.9	37.2

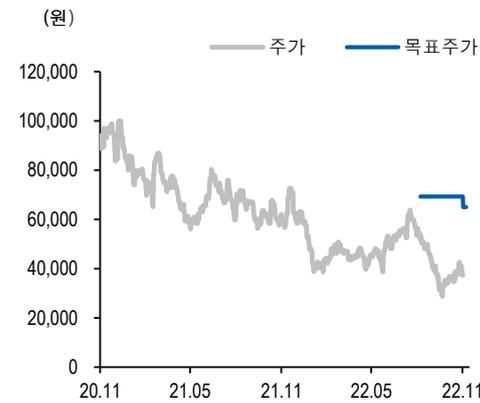
P/E band chart



P/B band chart



알테오젠 (196170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	65,000	1년		
2022-08-30	BUY	69,232	1년	-42.96	-23.25

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

