



# 그 약이 알고싶다 #1

## GLP-1 Receptor Agonist



# 그약이 알고싶다 #1



## GLP-1 Receptor Agonist

제2형 당뇨병에서 높아진 비중, 비만 치료제로의 확장, NASH 치료제 후보물질로 활발한 연구 개발이 이루어 지면서 향후 GLP-1 RA의 견조한 수요가 예상됩니다.

### 제약/바이오

#### 관심종목

종목	투자판단	적정주가
한미약품 (128940)	Buy (신규)	350,000원
울릭스 (237690)	Not Rated	Not Rated

Analyst **박송이**  
02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr





# Contents

<b>Summary</b>	<b>4</b>
<b>Key Chart</b>	<b>5</b>
<b>Part 1</b> GLP-1 RA 개발로 주가가 움직인 빅파마	<b>9</b>
<b>Part 2</b> 넓어지는 GLP-1 RA 영역, 공급 부족의 시작	<b>10</b>
1. 제2형 당뇨병 치료제로 높아진 GLP-1 RA 지위	10
2. 높은 체중 감량 효과, 비만 치료제로의 확장	14
3. GLP-1 RA 공급부족의 시작	19
<b>Part 3</b> NASH 시장 도전기	<b>20</b>
1. 간 질환으로의 적응증 확장	20
2. NASH와 높은 상관관계를 보이는 당뇨, 비만	23
3. NASH 치료제 R&D 현황	25
4. 가장 상업화에 가까운 Pipeline: Ocaliva, Resmetirom	30
<b>기업분석</b> 한미약품 (128940) 임상 모멘텀에 더해진 2공장의 가치	<b>34</b>
울릭스 (226950) RNA 간섭 플랫폼 임상시험 진입 본격화	<b>38</b>

## Summary

2022년 이후 GLP-1 RA(Glucagon-like peptide-1 Receptor Agonist)의 연구 개발이 활발해지면서 관련 빅파마들의 주가가 들쭉이기 시작했다. 2023년부터 바이오 의약품 특허절벽이 시작되고 GLP-1 RA의 매출이 본격적으로 발생하면서 Global Top selling drug에 상당수 포함될 예정이다.

GLP-1 RA는 높은 혈당강하 효과로 제2형 당뇨병 치료제로 개발이 시작되었다. 심혈관질환 예방 효과가 밝혀지면서 당뇨병 치료 가이드라인에서 비중이 커졌다. 유의미한 체중 감량 효과까지 나타나면서 기존 경구용 비만 치료제를 대체하기 시작했다. 주사로 투여해야 하는 불편함에도 높은 체중 감소율과 안전성으로 수요는 급증했다. 당뇨와 비만에서 입지가 공고해진 GLP-1 RA의 공급 부족으로 빅파마들은 증설까지 계획하고 있다.

GLP-1 RA는 NASH(Nonalcoholic Steatohepatitis) 치료제 후보물질로 주목 받고 있다. NASH는 의학적 미충족 수요가 크기만 발병 기전이 명확히 밝혀지지 않아 의약품 개발에 난항을 겪고 있었다. 최근 연구 결과에서 당뇨, 비만과 가장 높은 상관관계를 보여 GLP-1 RA 기전이 하나의 해결책이 될 것으로 예상된다.

현재 제일 상업화에 가까운 의약품은 Farnesoid X receptor에 작용하는 오칼리바와 갑상선 호르몬 수용체(THR- $\beta$ )에 작용하는 레스메티롬이다. 향후 GLP-1 RA의 NASH 치료제 적응증 획득이 기대된다.

**한미약품은(Buy/350,000원)** 전통 제약사 내 최선호주로 추천한다.

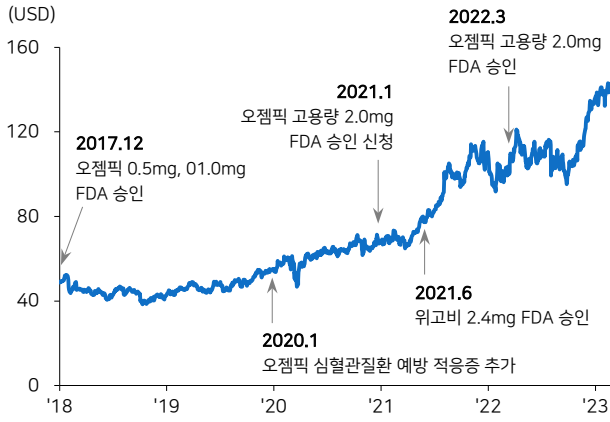
MSD에 기술 이전한 Dual agonist(Efinopegdutide)와 자체 개발중인 Triple agonist(efocipegtrutide) 두 개의 파이프라인 보유 중이다. ① 올해 Dual agonist의 2b 임상시험 개시, Triple agonist의 IDMC(Independent Data-Monitoring Committee)에서의 data 확인 후 기술이전 논의가 기대된다. ② 또한 글로벌 GLP-1 RA 공급부족 상황에서 바이오 2공장 위탁생산 수주 시 주가 업사이드 여력이 크다. ③ 롤베돈 등 전문의약품에서 안정적인 매출이 발생하고 있고, 연내 혈압약 아모잘탄의 중국 보험 등재 시 고성장이 예상된다.

**올릭스(Not Rated)**는 관심 종목으로 제시한다.

올릭스는 자체 개발 RNA 간섭 플랫폼을 바탕으로 기존 치료제가 없는 질환의 치료제 개발 중에 있다. ① NASH 치료제는 전임상이 완료되어 연내 임상시험 1상 진입 예정이다. ② 남성형 탈모 치료제는 호주 1상 임상시험 진입 예정에 있다. ③ 이외에도 노인성 황반변성 치료제는 건성/습성이 모두 치료 가능한 First-in-class로 개발 중이다. RNA 플랫폼 기반의 다양한 의약품들의 임상시험 진입으로 추가적인 기술이전이 기대된다.

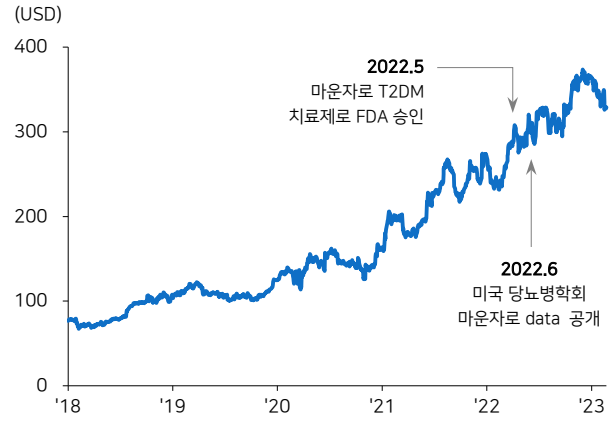
## Key Chart

그림1 Novo Nordisk 주가 추이



자료: Bloomberg

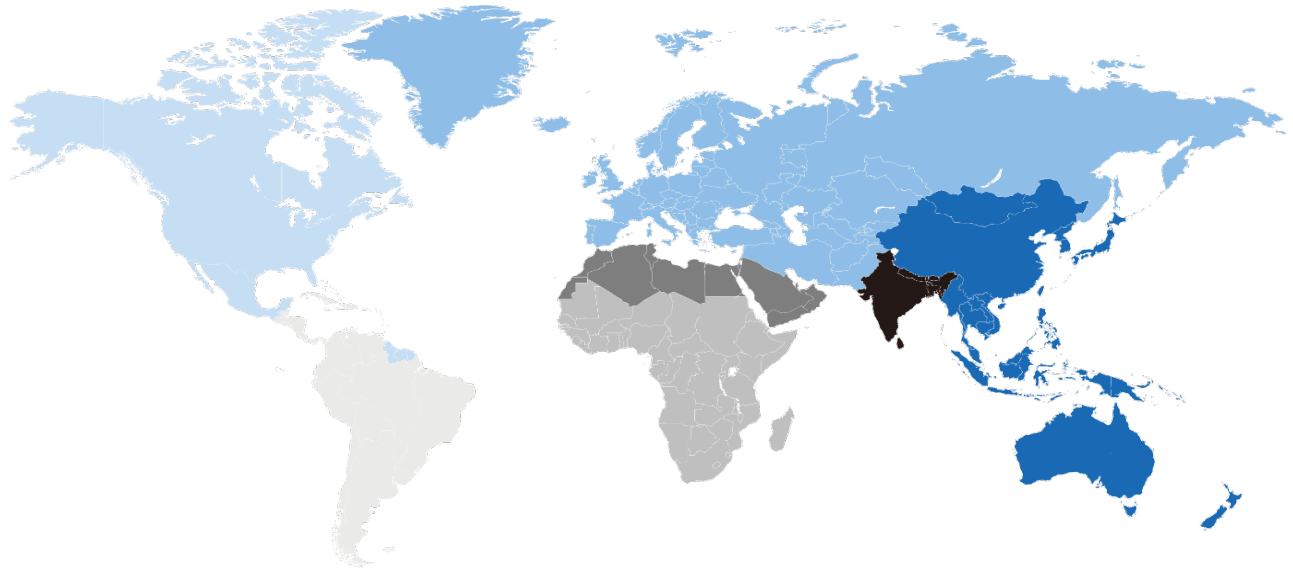
그림2 Eli Lilly 주가 추이



자료: Bloomberg

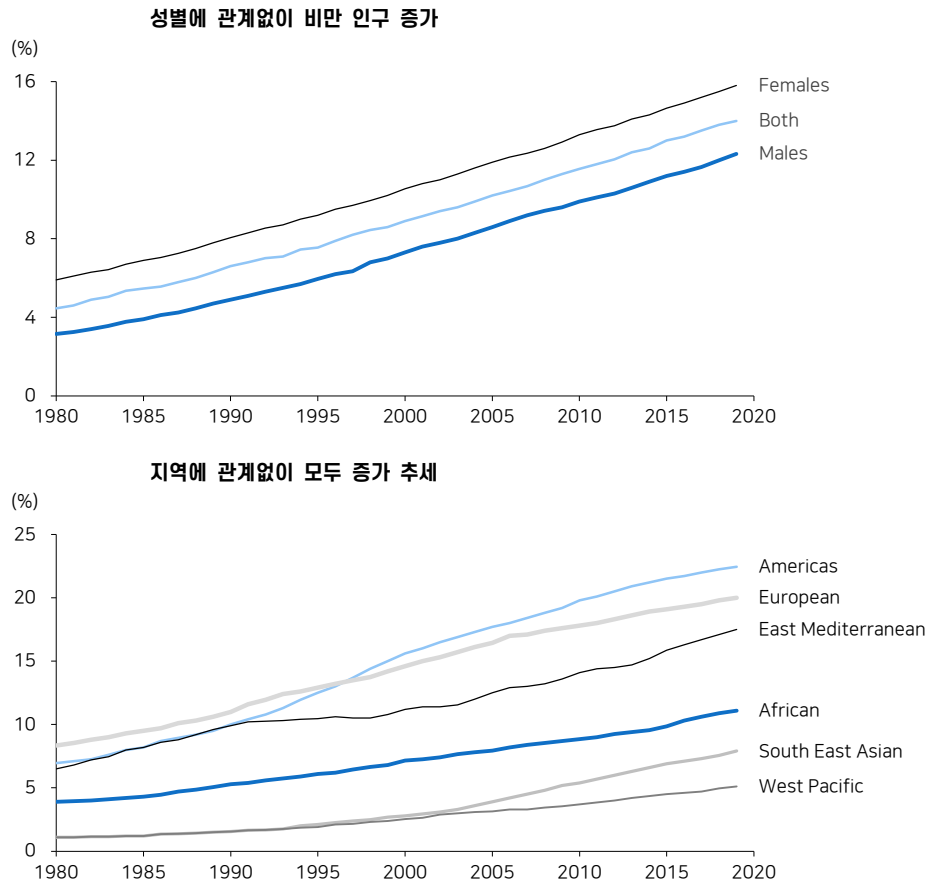
그림3 글로벌 당뇨 환자 수는 급격하게 증가 중

(mn)	World	North America & Caribbean (NAC)	Europe (EUR)	Western Pacific (WP)	South & Central America (SACA)	Africa (AFR)	Middle East & North Africa (MENA)	South-East Asia (SEA)
2045	784	63	69	260	49	55	136	152
2030	643	57	67	238	40	33	95	113
2021	537	51	61	206	32	24	73	90
	↑ 46% increase	↑ 24% increase	↑ 13% increase	↑ 27% increase	↑ 50% increase	↑ 134% increase	↑ 87% increase	↑ 68% increase



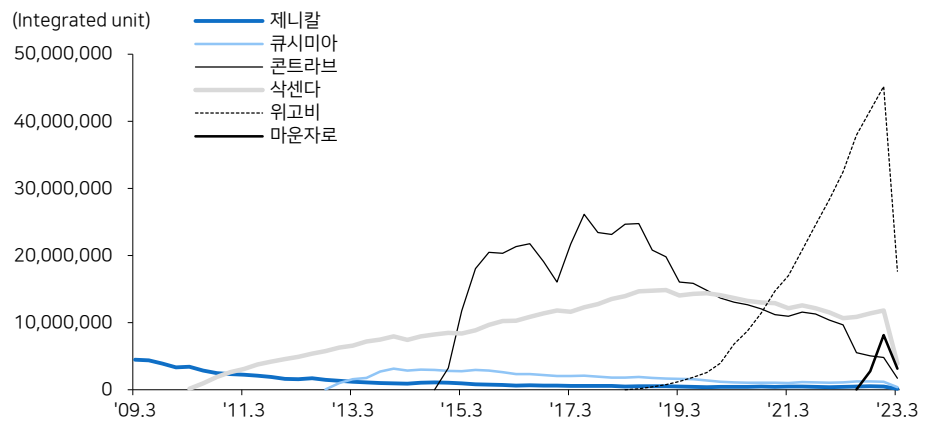
자료: IDF Diabetes Atlas

그림4 전 세계 비만 인구는 지역에 관계없이 꾸준히 증가 중



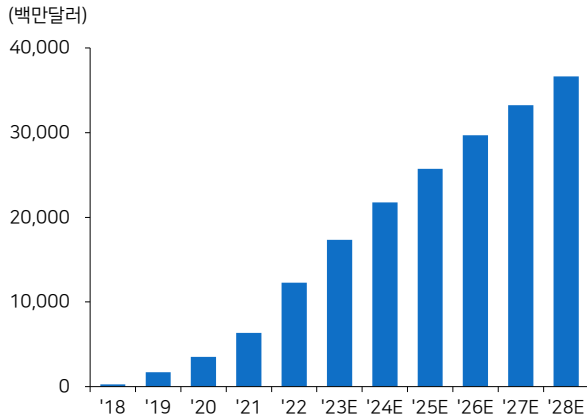
자료: Global Burden of Disease Study

그림5 기존 경구용 의약품들을 대체하는 GLP-1 RA 비만 치료제



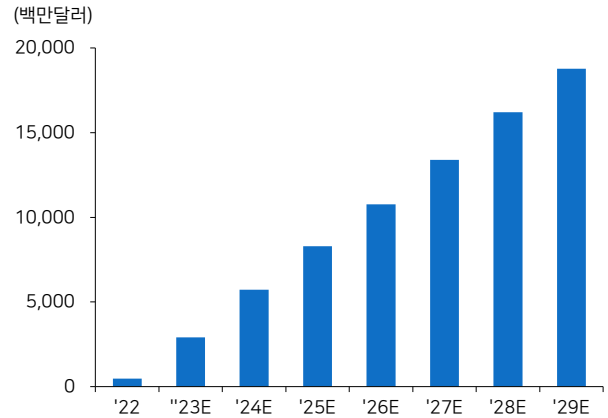
자료: Bloomberg

그림6 위고비 예상 매출액



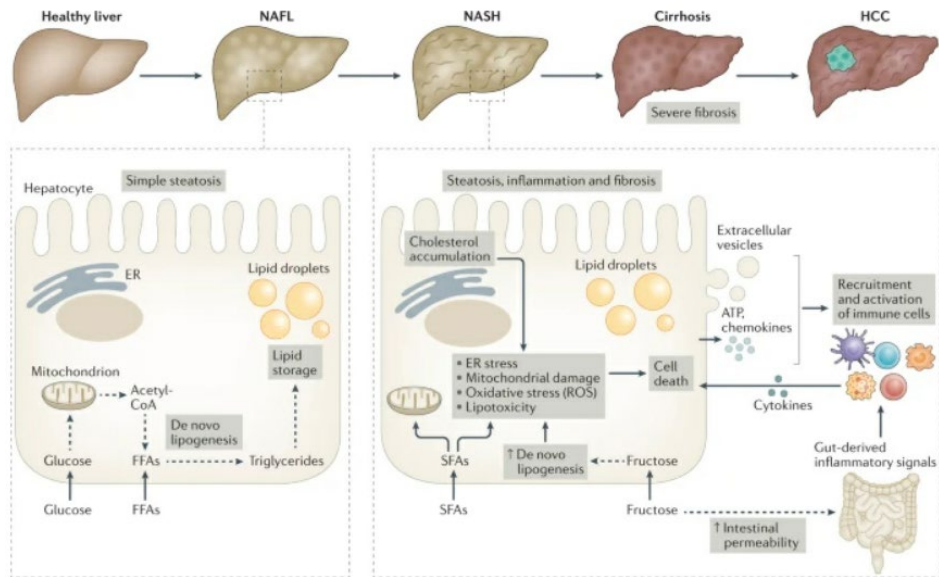
자료: GlobalData

그림7 마운자로 예상 매출액



자료: GlobalData

그림8 NAFLD의 진행과 NASH의 병태생리학



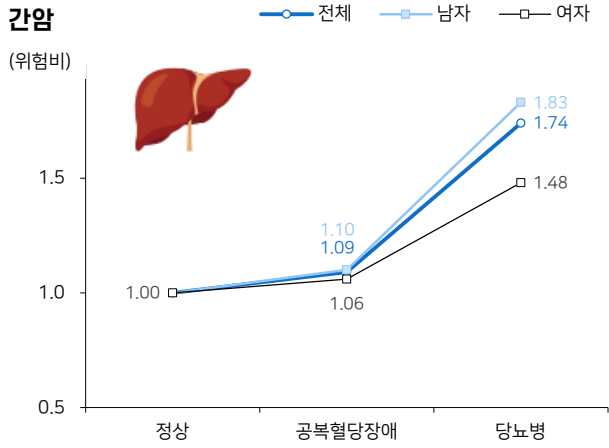
자료: Thierry Huby & Emmanuel L. Gautier et al.

표1 비만 또는 당뇨가 있는 경우 NASH 발생률이 현저히 높아

다변량 분석 변수	변수 세부 설명	OR (95% CI)
인종	Caucasian vs Non-caucasian	1.42 (1.31-1.54)
성별	남성 vs 여성	1.04 (0.91-1.11)
고지혈증	유 vs 무	4.93 (4.85-4.01)
고혈압	유 vs 무	3.24 (3.20-3.28)
<b>당뇨</b>	<b>유 vs 무</b>	<b>18.61 (17.35-19.94)</b>
<b>비만</b>	<b>유 vs 무</b>	<b>20.97 (17.87-23.21)</b>

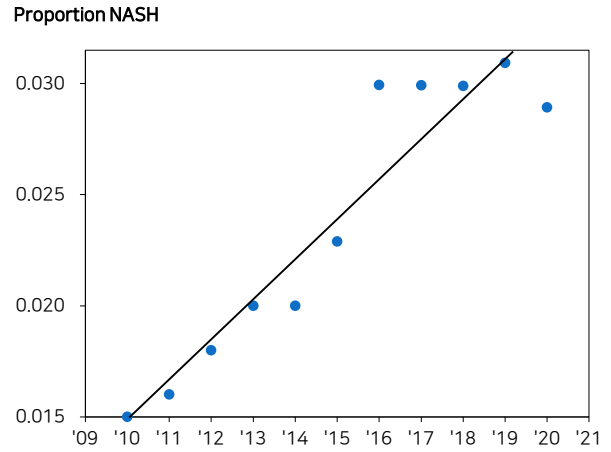
자료: Osama Hamid et al.

그림9 혈당장애가 있을수록 간암의 위험비가 높아



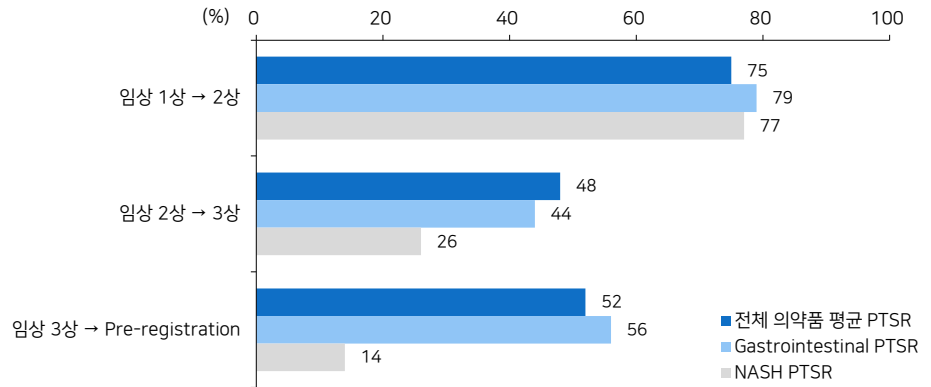
자료: Diabetes Fact Sheet in Korea 2022

그림10 2010~2020년 미국에서 NASH 유병률은 증가하는 추세



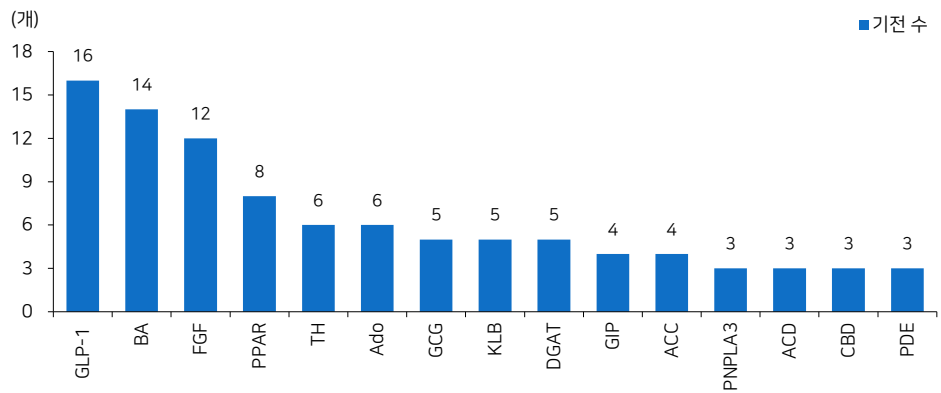
자료: Osama Hamid et al.

그림11 임상시험 단계가 진행될수록 낮아지는 성공 확률



자료: GlobalData

그림12 NASH 치료제로 가장 활발하게 연구가 진행되는 기전은 "GLP-1 RA"



자료: GlobalData



## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
한미약품 (128940)	Buy (신규)	350,000원
올릭스 (226950)	Not Rated	-

Industry Indepth  
2023. 3. 6

# 한미약품 128940

## 임상 모멘텀에 더해진 2 공장의 가치

### ▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**  
02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 35만원으로 커버리지 개시
- ✓ NASH 파이프라인 2종 보유, Triple agonist 중간 data는 IDMC에서 확인 후 파트너사와 논의 예정
- ✓ 바이오 2공장 추가 수주가 기대되는 상황
- ✓ 룰베돈의 안정적인 매출액 성장 기대, 아모잘탄 중국 보험 등재 신청 예정
- ✓ 북경 한미 판매 호조 및 약사 인력 부족으로 JVM 매출액 성장 예상

### Buy (신규)

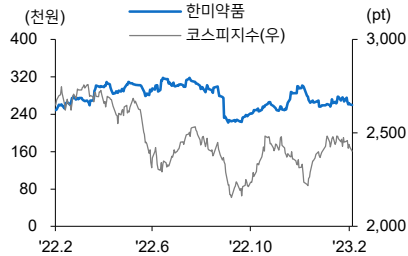
**적정주가 (12개월)** 350,000 원  
**현재주가 (3.3)** 264,000 원  
**상승여력** 32.6%

KOSPI	2,432.07pt
시가총액	33,164억원
발행주식수	1,256만주
유동주식비율	57.70%
외국인비중	16.20%
52주 최고/최저가	318,195원/221,951원
평균거래대금	95.3억원

주요주주(%)	
한미사이언스 외 1 인	41.41
국민연금공단	9.97
산동국 외 1 인	9.14

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-10.1	1.1
상대주가	2.0	-10.9	14.1

### 주가그래프



### GLP-1 RA 파이프라인 2종과 공장 보유

GLP-1 RA 시장의 개화기가 시작되었다. 제 2형 당뇨병 치료제로는 물론 비만, NASH로까지 영역을 확장하며 수요가 급증하고 있다. 한미약품은 MSD에 기술 이전한 Dual agonist(Efinopegdutide)의 임상시험 2a상을 4Q22 완료했다. 올해 중순 2b 임상 시험 개시 및 마일스톤 수령이 예상된다. 자체적으로 개발하고 있는 Triple agonist(efocipegtrutide)도 순항 중에 있다. 2Q23에 예정되어 있던 중간 결과 확인은 data integrity를 위해 IDMC(Independent Data-Monitoring Committee, 독립적인 자료 모니터링 위원회)를 통해 확인될 예정이다. 확인된 데이터 기반으로 파트너사와의 기술이전 논의가 가속화될 전망이다.

### 안정적인 전문의약품 매출로 캐시카우 창출

룰베돈(롤론티스)의 로열티는 올해부터 인식될 예정이다. 룰베돈은 작년 10월 미국 출시되어 3개월간 1,000만 달러 매출을 기록하였다. 작년 12월에는 미국 종합 암 네트워크(NCCN) 열성 호중구 감소증 예방 및 치료 옵션 가이드라인에 포함되어 스펙트럼 사는 2023년 매출액 가이드를 1억 달러를 제시했다. 이외에도 연내 혈압약 아모잘탄(중국 제품명: 메이아핑)의 중국 보험 등재되면 고성장이 예상된다.

### 투자이견 Buy, 적정주가 35만원으로 커버리지 개시

글로벌 빅파마의 관심이 높은 NASH 치료제 2개의 파이프라인을 보유하고 있고, 최근 수요가 급증한 GLP-1 RA 공장을 보유하고 있다. 임상시험에서 유의미한 data 및 바이오 2공장 수주 확보시 주가 업사이드 여력은 크다고 판단한다. 적정주가 35만원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,075.9	49.0	12.0	952	-72.9	58,110	370.9	6.1	46.2	1.6	126.2
2021	1,203.2	125.4	67.0	5,336	371.3	63,915	50.8	4.2	18.7	8.7	108.6
2022P	1,331.7	157.0	76.9	6,122	17.5	70,709	48.7	4.2	16.5	9.1	86.4
2023E	1,502.5	184.6	87.3	6,950	12.4	77,191	38.0	3.4	13.0	9.4	76.7
2024E	1,526.3	193.8	90.9	7,236	4.1	83,949	36.5	3.1	12.6	9.0	66.2

### 투자의견 및 Valuation

한미약품에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 35만원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 SOTP 방식으로 2023년 한미약품의 영업가치, 순 차입금, 신약가치(NASH dual agonist, NASH triple agonist)를 합해서 산출했다. 한미약품의 영업가치 산출 시 국내 신약개발 상위 제약사 유한양행, HK이노엔, 종근당, 보령제약의 12mth forward EV/EBITDA 13.7배를 적용하였다.

NASH 신약 가치 산출시에는 DCF valuation을 사용하였다. 주요 가정은 무위험 이자율 국고채 1년물 금리 3.3%, 시장 위험 프리미엄은 Equity risk premium 6.1%를 적용했다.

NASH 시장은 아직 승인된 의약품이 없어 2030년까지 높은 연평균 성장률이 전망된다. 향후 의약품이 승인되는 시점에는 다양한 기전의 의약품 승인과 명확한 발병기전이 밝혀질 것을 고려하여 영구 성장률은 -10%를 적용했다.

항목	(십억원)	단위
한미약품의 영업가치 (A)	3,922.7	국내 상위 제약사(유한양행, HK이노엔, 종근당, 보령제약) 12mth forward EV/EBITDA 평균 13.7 x
한미약품의 신약가치 (B)	660.9	DCF valuation
1) NASH dual agonist	323.9	
2) NASH triple agonist	346.2	
순 차입금 (C)	242.0	2023년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	4,341.5	
주식수 (E)	12,209천주	자사주 제외
<b>적정주가 (F=D/E)</b>	<b>350,000원</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(배)	PER		PBR		ROE (%)		EBITDA 이익률 (%)		EV/EBITDA		시가총액 (십억원)
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	
한미약품	38.0	36.5	3.4	3.1	9.4	9.0	19.1	18.7	13.0	12.6	3,259.9
유한양행	35.3	27.5	1.8	1.7	5.8	7.1	6.5	7.5	29.5	22.7	4,046.5
HK이노엔	21.6	15.3	0.9	0.8	4.0	5.5	11.8	13.5	11.9	13.3	1,062.2
종근당	11.5	11.6	1.4	1.3	13.3	12.4	9.3	9.1	6.7	5.7	1,004.2
보령제약	15.8	15.4	1.1	1.0	8.3	6.9	13.0	13.3	6.9	6.0	614.8
<b>업종평균</b>	<b>21.0</b>	<b>17.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>7.9</b>	<b>8.0</b>	<b>10.1</b>	<b>10.9</b>	<b>13.7</b>	<b>12.0</b>	-

주: \*한미약품 Valuation 지표는 메리츠증권 추정치 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	321.1	317.1	342.1	351.3	363.2	366.4	381.5	391.5	1,331.7	1,502.5	1,526.3
% YoY	18.8%	13.5%	12.9%	0.2%	13.1%	15.5%	11.5%	11.4%	10.7%	12.8%	1.6%
영업이익	40.9	31.6	46.8	37.8	46.1	40.3	48.4	49.7	157.0	184.6	193.8
% YoY	-4.4%	-22.7%	48.2%	-19.2%	22.0%	-12.6%	20.2%	2.6%	25.2%	17.5%	5.0%
OPM (%)	12.7%	10.0%	13.7%	10.8%	12.7%	11.0%	12.7%	12.7%	11.8%	12.3%	12.7%
당기순이익	25.0	22.7	31.3	16.7	28.6	22.9	28.2	28.4	95.7	108.1	113.7
% YoY	14.5%	-9.5%	38.0%	-46.6%	71.2%	-19.8%	23.0%	0.6%	17.4%	13.0%	5.2%
NPM (%)	7.8%	7.1%	9.1%	4.8%	7.9%	6.3%	7.4%	7.2%	7.2%	7.2%	7.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

1) Dual agonist(Efinopegdutide) 파이프라인 가치										
(십억원)	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
NASH 시장	21,501	21,931	22,369	22,817	23,273	23,739	24,213	24,698	25,192	25,695
MS 가정	3.0%	3.0%	5.0%	5.0%	6.0%	6.0%	7.0%	7.0%	8.0%	8.0%
매출액	645.0	657.9	1,118.5	1,140.8	1,396.4	1,424.3	1,694.9	1,728.8	2,015.3	2,055.6
법인세	135.5	138.2	234.9	239.6	293.2	299.1	355.9	363.1	423.2	431.7
FCF	509.6	519.8	883.6	901.3	1,103.1	1,125.2	1,339.0	1,365.8	1,592.1	1,624.0
한미약품 수익 가정	101.9	104.0	176.7	180.3	220.6	225.0	267.8	273.2	318.4	324.8
discount factor	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PV of FCFF	61.1	56.1	85.9	78.8	86.9	79.7	85.4	78.4	82.2	75.5
NPV of FCFF	473.4									
Terminal value	1,341.3									
PV of Terminal value	824.4									
<b>Total</b>	<b>1,297.8</b>									
임상시험 성공확률 적용	323.9									

(십억원)	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
NASH 시장	21,079	23,187	25,506	28,056	30,862	33,948	35,646	37,428	39,299	41,264
MS 가정	0.5%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%	2.0%
매출액	105.4	115.9	255.1	280.6	308.6	509.2	534.7	561.4	786.0	825.3
법인세	22.1	24.3	53.6	58.9	64.8	106.9	112.3	117.9	165.1	173.3
FCF	83.3	91.6	201.5	221.6	243.8	402.3	422.4	443.5	620.9	652.0
discount factor	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PV of FCFF	50.0	55.0	108.8	107.7	106.6	158.4	149.7	141.4	178.2	168.4
NPV of FCFF	806.6									
Terminal value	881.1									
PV of Terminal value	580.6									
<b>Total</b>	<b>1,387.2</b>									
임상시험 성공확률 적용	346.2									

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 한미약품 (128940)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,075.9</b>	<b>1,203.2</b>	<b>1,331.7</b>	<b>1,502.5</b>	<b>1,526.3</b>
매출액증가율 (%)	-3.4	11.8	10.7	12.8	1.6
매출원가	494.9	570.4	612.3	698.2	706.7
매출총이익	580.9	632.8	719.4	804.3	819.6
판매관리비	531.9	507.3	511.9	619.7	625.8
<b>영업이익</b>	<b>49.0</b>	<b>125.4</b>	<b>157.0</b>	<b>184.6</b>	<b>193.8</b>
영업이익률	4.6	10.4	15.6	12.3	12.7
금융손익	-28.3	-9.5	-14.0	-14.2	-15.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-23.2	-30.1	-31.8
기타영업외손익	1.4	-12.2	-2.9	-4.1	-4.4
세전계속사업이익	22.1	103.7	116.9	136.2	141.8
법인세비용	4.8	22.2	21.2	28.6	29.8
<b>당기순이익</b>	<b>17.3</b>	<b>81.5</b>	<b>95.7</b>	<b>107.6</b>	<b>112.0</b>
지배주주지분 손이익	12.0	67.0	76.9	87.3	90.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>151.5</b>	<b>201.9</b>	<b>167.9</b>	<b>181.9</b>	<b>198.2</b>
당기순이익(손실)	17.3	81.5	95.8	107.6	112.0
유형자산상각비	53.7	78.2	87.4	91.1	82.1
무형자산상각비	7.7	10.9	11.4	10.6	9.3
운전자본의 증감	42.1	-53.5	-70.8	-27.5	-5.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-45.2</b>	<b>-43.4</b>	<b>-55.0</b>	<b>-22.3</b>	<b>-23.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-41.8	-20.0	-23.6	-20.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	23.4	6.7	-1.1	-2.0	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-65.2</b>	<b>-113.3</b>	<b>-90.9</b>	<b>-57.6</b>	<b>-60.9</b>
차입금의 증감	-47.8	-47.5	-113.6	-51.7	-55.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	40.0	63.1	34.9	102.0	113.8
기초현금	106.1	146.2	209.2	244.1	346.1
기말현금	146.2	209.2	244.1	346.1	459.9

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>614.4</b>	<b>704.0</b>	<b>740.0</b>	<b>898.7</b>	<b>1,023.3</b>
현금및현금성자산	146.2	209.2	244.1	346.1	459.9
매출채권	144.4	217.4	217.9	242.9	247.6
재고자산	308.5	250.2	250.8	279.4	284.9
<b>비유동자산</b>	<b>1,267.7</b>	<b>1,232.8</b>	<b>1,191.4</b>	<b>1,111.6</b>	<b>1,043.6</b>
유형자산	986.6	944.5	886.2	815.1	756.0
무형자산	72.9	80.2	83.0	72.4	63.1
투자자산	59.7	52.9	46.3	48.3	48.6
<b>자산총계</b>	<b>1,882.0</b>	<b>1,936.7</b>	<b>1,931.4</b>	<b>2,010.3</b>	<b>2,066.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>533.5</b>	<b>648.9</b>	<b>597.0</b>	<b>585.5</b>	<b>564.8</b>
매입채무	32.2	42.8	42.9	47.8	48.8
단기차입금	238.1	255.9	321.1	291.1	271.1
유동성장기부채	161.7	196.8	44.2	40.2	35.2
<b>비유동부채</b>	<b>516.7</b>	<b>359.5</b>	<b>298.5</b>	<b>287.2</b>	<b>258.4</b>
사채	209.6	109.9	74.9	69.9	54.9
장기차입금	179.3	180.8	152.9	139.9	124.9
<b>부채총계</b>	<b>1,050.1</b>	<b>1,008.5</b>	<b>895.5</b>	<b>872.7</b>	<b>823.2</b>
<b>자본금</b>	<b>29.6</b>	<b>30.2</b>	<b>30.8</b>	<b>30.8</b>	<b>30.8</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>413.8</b>	<b>413.2</b>	<b>412.6</b>	<b>412.6</b>	<b>412.6</b>
기타포괄이익누계액	-19.2	-4.2	37.7	37.7	37.7
이익잉여금	334.1	396.9	444.1	525.6	610.5
비지배주주지분	101.9	125.4	147.7	168.0	189.1
<b>자본총계</b>	<b>831.9</b>	<b>928.3</b>	<b>1,035.9</b>	<b>1,137.7</b>	<b>1,243.7</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	85,642	95,779	106,007	119,607	121,498
EPS(지배주주)	952	5,336	6,122	6,950	7,236
CFPS	11,428	21,867	20,970	19,533	18,605
EBITDAPS	8,782	17,075	20,366	22,793	22,700
BPS	58,110	63,915	70,709	77,191	83,949
DPS	471	481	481	481	481
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	370.9	50.8	48.7	38.0	36.5
PCR	30.9	12.4	14.2	13.5	14.2
PSR	4.1	2.8	2.8	2.2	2.2
PBR	6.1	4.2	4.2	3.4	3.1
EBITDA	110.3	214.5	255.8	286.3	285.2
EV/EBITDA	46.2	18.7	16.5	13.0	12.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	1.6	8.7	9.1	9.4	9.0
EBITDA 이익률	10.3	17.8	19.2	19.1	18.7
부채비율	126.2	108.6	86.4	76.7	66.2
금융비용부담률	2.3	1.4	1.6	1.4	1.2
이자보상배율(x)	2.0	7.6	7.3	9.0	10.2
매출채권회전율(x)	6.5	6.7	6.1	6.5	6.2
재고자산회전율(x)	3.4	4.3	5.3	5.7	5.4

Industry Indepth  
2023. 3. 6

# 올릭스 226950

## RNA 간섭 플랫폼 임상시험 진입 본격화

### ▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**  
02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ 자체 개발 RNA 간섭 플랫폼 기반 의학적 미충족 수요가 높은 질환 치료제 개발
- ✓ NASH 치료제 전임상 완료, 연내 임상시험 진입 예정
- ✓ 남성형 탈모 치료제 호주 1상 임상시험 진입 예정
- ✓ 노인성 황반변성 치료제 건성/습성 모두 치료 가능한 First-in-class, 1상 순항중
- ✓ RNA 플랫폼 기반 다양한 의약품 임상시험 진입으로 추가 L/O 기대

## Not Rated

적정주가 (12개월) -  
현재주가 (3.3) 21,600 원  
상승여력 -

KOSDAQ	802.42pt
시가총액	2,960억원
발행주식수	1,370만주
유동주식비율	70.04%
외국인비중	4.13%
52주 최고/최저가	28,800원/17,050원
평균거래대금	15.2억원

주요주주(%)	
이동기 외 12 인	29.96
미래에셋자산운용 외 1 인	5.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	-8.3	-25.0
상대주가	-9.7	-10.2	-14.7

### 주가그래프



### 2023년 임상시험 진입 파이프라인 다수

#### [간 질환 치료제]

올릭스는 GalNAc 플랫폼을 이용한 다양한 간 질환 파이프라인 개발 중에 있다. GalNAc-asiRNA의 효과적인 간세포 전달을 통해 바이러스 genome을 직접 타겟팅 한 B형 간염(OLX703A) 치료제, NASH(OLX702A) 치료제 등을 연구하고 있다. GalNAc-asiRNA 플랫폼을 기반으로 중국 한소제약과 최대 5,300억원 규모의 기술이전 계약을 체결했다. 기존에 의약품으로 개발할 수 없었던 타겟을 RNA 기반 연구개발이 활발하게 일어나고 있다. 근본적인 치료제가 없었던 NASH, 심혈관계 질환 등에서의 연구 성과가 기대된다.

#### [안과질환]

글로벌 노인성 황반변성 치료제 시장은 2020년 13조원에서 연 평균 8.1% 성장하여 23조원에 이를 전망이다. 특히 건성과 습성을 동시에 치료할 수 있는 신약이 없어 이에 대한 needs가 높은 상황이다. 또한 2019년 프랑스 안과 전문 기업 Thea에 총 807억원 규모의 기술이전 계약 후 2020년 9,138억 규모로 확장 계약을 체결했다. 임상시험 진행에 따라 향후 로열티 유입이 기대된다.

#### [탈모 치료제]

기존 치료제의 전신 부작용을 최소화한 국소 투여 First-in-class 탈모 치료제의 전임상 연구에서 발모 효력을 확인했다. 인종이 다양한 호주에서 1상 임상시험이 진행될 예정이고, 4Q22 IND 신청하여 1Q23 내에 승인 기대하고 있다. 1회 투여로 장기 효력 유지됨을 확인하였고, 전신 노출에 의한 부작용을 줄여 높은 상업화 가치가 기대된다.

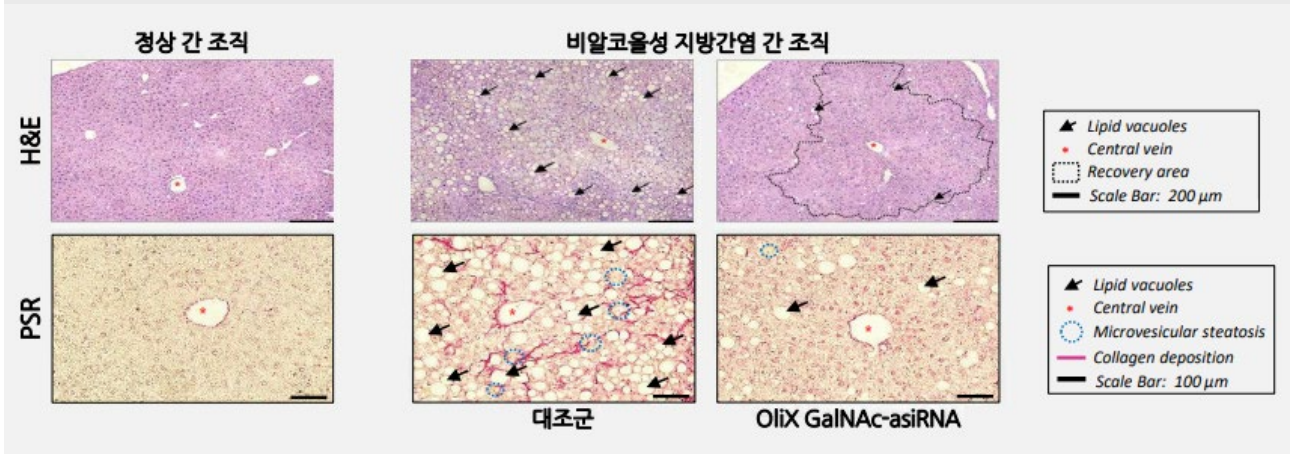
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	0.3	-8.2	-7.7	-667	0.0	4,224	-51.3	8.1	-51.5	-14.1	1.3
2019	1.1	-15.1	-14.4	-1,102	적지	3,201	-19.3	6.6	-17.9	-34.3	8.1
2020	2.5	-16.3	-19.4	-1,473	적지	3,344	-34.1	15.0	-41.6	-42.8	73.3
2021	3.7	-25.4	-29.7	-2,171	적지	1,352	-18.9	30.3	-23.1	-160.4	346.5
2022P	9.3	-21.9	-32.0	-1,597	적지	4,831	-13.5	4.5	N/A	-33.1	100.4

그림40 올릭스 파이프라인 현황

분야	프로그램	적응증	Platform Development	Discovery	Animal POC	Preclinical	Clinical	비고
SKIN	OLX101A	비대흉터	[Red bar]				(국내) Phase 2 진행 (미국) Phase 2 진행	휴결 (아시아)
	OLX104C	탈모	[Yellow bar]					
EYE	OLX301A	건성 황반변성 및 습성 황반변성	[Red bar]				(미국) Phase 1 진행	Thésa (전 세계: 아시아태평양 지역 제외)
	OLX301D	망막하 섬유화증 및 습성 황반변성	[Yellow bar]					
	OLX304C	망막색소변성증	[Grey bar]					
Liver	OLX703A	B형 간염(HBV)	[Yellow bar]					
	OLX702A	비알코올성지방간염(NASH)	[Yellow bar]					
	OLX702C	비만, 제2형당뇨	[Grey bar]					
	OLX706A	심혈관 질환	[Grey bar]					합소계약 (Greater China)
	OLX706B	대사성 질환	[Grey bar]					합소계약 (Greater China)
LUNG	OLX201A	특발성 폐섬유화	[Grey bar]					
CNS & Oncology	OLX801A	면역항암제	[Grey bar]					
	OLX401A	신경병성통증	[Grey bar]					
	OLX402	뇌 질환	[Grey bar]					

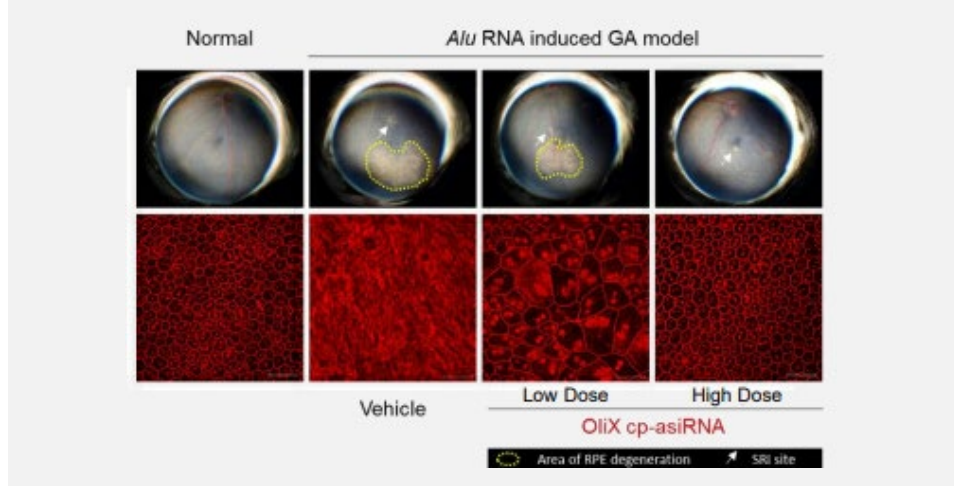
자료: 올릭스

그림41 NASH 동물모델 효력 확인



자료: 올릭스

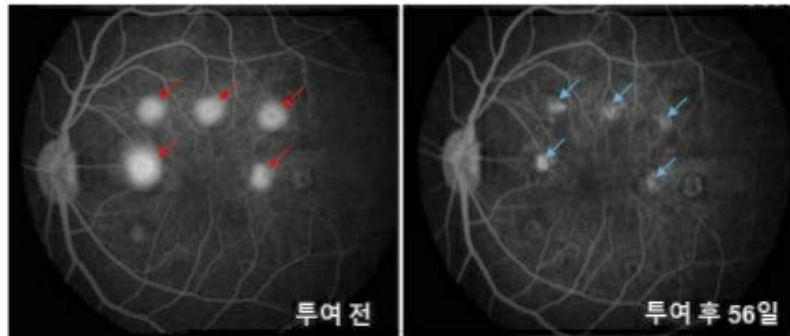
그림42 건성 노인성 황반변성 효력 확인



자료: 올릭스

그림43 올릭스

CNV (Choroidal Neovascularization) Model, Fundus Fluorescein Angiography (FFA)



\* 화살표: 혈관 누출 지역

자료: 올릭스



## 올릭스 (226950)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>1.1</b>	<b>2.5</b>	<b>3.7</b>
매출액증가율 (%)	0.0	0.0	276.7	118.6	48.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	0.0	0.3	1.1	2.5	3.7
판매관리비	0.0	8.5	16.3	18.7	29.1
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>-8.2</b>	<b>-15.1</b>	<b>-16.3</b>	<b>-25.4</b>
영업이익률	0.0	-2,743.3	-1,338.1	-657.5	-692.6
금융손익	0.0	0.5	0.9	-4.4	-5.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
세전계속사업이익	0.0	-7.7	-14.2	-20.5	-31.1
법인세비용	0.0	0.0	0.1	-1.1	-0.8
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>-7.7</b>	<b>-14.4</b>	<b>-19.4</b>	<b>-30.3</b>
지배주주지분 손이익	0.0	-7.7	-14.4	-19.4	-29.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>-8.4</b>	<b>-10.7</b>	<b>-3.8</b>	<b>-19.1</b>
당기순이익(손실)	0.0	-7.7	-14.4	-19.4	-30.3
유형자산상각비	0.0	0.4	0.6	0.9	1.4
무형자산상각비	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	0.0	-1.5	1.6	10.0	2.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>-31.7</b>	<b>12.6</b>	<b>-31.4</b>	<b>15.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	0.0	0.5	1.0	0.7	26.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.1	0.1	0.4	0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>42.3</b>	<b>0.2</b>	<b>41.7</b>	<b>26.6</b>
차입금의 증감	0.0	0.0	1.5	2.3	35.0
자본의 증가	0.0	0.4	0.3	28.1	-1.8
현금의 증가(감소)	0.0	2.1	2.1	6.4	23.0
기초현금	0.0	0.7	2.8	5.0	11.3
기말현금	0.0	2.8	5.0	11.3	34.3

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>48.7</b>	<b>37.4</b>	<b>69.1</b>	<b>52.2</b>
현금및현금성자산	0.0	2.8	5.0	11.3	34.3
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.6	0.4	0.3	0.4
비유동자산	0.0	6.9	7.8	9.5	34.4
유형자산	0.0	5.2	5.9	6.2	31.5
무형자산	0.0	1.3	1.4	2.5	2.1
투자자산	0.0	0.1	0.2	0.6	0.7
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>55.6</b>	<b>45.2</b>	<b>78.6</b>	<b>86.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>2.8</b>	<b>4.5</b>	<b>40.4</b>
매입채무	0.0	0.3	1.3	0.8	1.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	16.4
비유동부채	0.0	0.4	0.7	28.7	26.9
사채	0.0	0.0	0.0	14.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>	<b>3.4</b>	<b>33.2</b>	<b>67.3</b>
<b>자본금</b>	<b>0.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>6.8</b>	<b>6.9</b>
자본잉여금	0.0	71.2	71.5	91.1	92.9
기타포괄이익누계액	0.0	-0.0	0.1	-0.0	0.2
이익잉여금	0.0	-20.3	-34.8	-54.4	-84.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.1	0.9
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>54.9</b>	<b>41.8</b>	<b>45.4</b>	<b>19.4</b>

### Key Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	0	26	87	188	268
EPS(지배주주)	0	-667	-1,102	-1,473	-2,171
CFPS	0	-514	-868	-833	-1,321
EBITDAPS	0	-666	-1,102	-1,149	-1,739
BPS	0	4,224	3,201	3,344	1,352
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	-51.3	-19.3	-34.1	-18.9
PCR	0.0	-66.7	-24.5	-60.4	-31.0
PSR	0.0	1,326.8	244.5	267.8	152.9
PBR	0.0	8.1	6.6	15.0	30.3
EBITDA	0.0	-7.7	-14.4	-15.1	-23.8
EV/EBITDA	0.0	-51.5	-17.9	-41.6	-23.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.0	-14.1	-34.3	-42.8	-160.4
EBITDA 이익률	0.0	-2,576.7	-1,269.9	-611.7	-648.5
부채비율	0.0	1.3	8.1	73.3	346.5
금융비용부담률	0.0	10.0	0.9	9.7	67.6
이자보상배율(x)	0.0	-274.7	-1,512.0	-67.7	-10.3
매출채권회전율(x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율(x)	0.0	1.0	2.3	7.4	11.0

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한미약품 (128940) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.03.06	산업분석	Buy	350,000	박송이	-	-	

