

높아진 시장의 눈높이

2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

높아진 시장의 눈높이

제약/바이오

Overweight

Top Pick	투자판단	적정주가
리가켄바이오 (141080)	Buy	170,000원
에이비엘바이오 (298980)	Buy	53,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
삼성바이오로직스 (207940)	Buy	1,300,000원
SK바이오팜 (326030)	Buy	150,000원
유한양행 (000100)	Buy	190,000원

제약/바이오

Analyst **김준영**

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr



Contents



산업			기업		
Part 1	2024를 통해 바라본 투자자의 시선	09	리가켄바이오 (141080)		46
Part 2	글로벌 제약/바이오 섹터의 방향	15	에이비엘바이오 (298380)		55
			삼성바이로직스 (207940)		72
			SK바이오팜 (326030)		79
			유한양행 (000100)		87



높아진 시장의 눈높이

1 2024를 통해 바라본 투자자의 시선

- 상반기 대비 하반기 제약/바이오 섹터의 주가 상승 두드러짐
- 8월 유한양행 렉라자 FDA 승인, 9월 금리 인하, 10월 펩트론/리가켄바이오 계약 공시가 지속적인 지수 상승 견인
- 제약/바이오 섹터 상승 촉매로 작용한 알테오젠 키트루다 SC(피하주사) 제형 매출 기대감, 유한양행 렉라자 블록버스터 매출 기대감, 플랫폼 바이오텍의 추가적 라이선스 계약 기대감이 꺾이지 않는 이상 섹터의 하방 리스크는 제한적일 것이라 전망

2 글로벌 제약/바이오 섹터의 방향

- Biosecure Act(바이오보안법) 9월 하원 통과하며 상원, 대통령 서명 절차만 남은 상황
- 빅파마의 시선은 여전히 항암제에 쏠려 있으나 면역 질환에 대한 관심 증가하는 추세
- ADC: 병용 요법을 통해 초기 치료제 옵션 진출을 목표로 임상 진행 중. 다만 내성 관련 문제가 점점 대두되는 상황
- TPD: 기존 타겟 항암제의 내성을 해결해 줄 수 있을 것으로 기대를 모으고 있으며 ADC와 결합된 DAC 모달리티에 대한 관심 증가
- GLP-1: Eli Lilly 3Q24 젠티바운드 매출이 컨센을 하회하였으나 매출 성장세는 여전히 지속 중. 추가적인 적응증 확대 가능성은 높다 판단하며 GLP-1의 단점을 해결할 수 있는 파이프라인이 시장의 관심을 받을 것으로 예상

3 기업분석

- 리가켄바이오 (141080): 글로벌 ADC 트렌드 속 추가적 기술이전 기대감과 자체 파이프라인 임상 결과 공개 기대감 공존
- 에이비엘바이오 (298380): 로슈 파이프라인의 긍정적 임상 결과를 바탕으로 커져가는 BBB 셔틀 플랫폼의 중요성
- 삼성바이오로직스 (207940): 바이오보안법에 따른 빅파마의 China-Free 니즈를 충족시킬 수 있는 글로벌 CDMO 기업
- SK바이오팜 (326030): 지속적인 엑스코프리 성장을 통한 레버리지 효과는 이제 시작
- 유한양행 (000100): 렉라자 리브레반트 FDA 승인 이후 최종 OS 결과와 블록버스터 매출 달성 기대감 형성 중



임상용어

CR	CR은 완전 관해(Complete Response)으로 종양의 완전 소실을 의미한다.
PR	PR은 부분 관해(Partial Response)으로 종양의 크기가 30% 이상 감소한 경우를 의미한다.
SD	SD는 안정 병변(Stable Disease)으로 PR과 PD의 중간 단계를 의미한다.
PD	PD는 진행 병변(Progression Disease)으로 종양의 크기가 20% 이상 증가 혹은 새로운 병변이 발생한 경우를 의미한다.
ORR	ORR은 객관적 반응율(Objective Response Rate)로 전체 환자 대비 종양 크기 감소 등 객관적인 반응을 확인할 수 있는 환자의 비율을 의미한다. (ORR = CR + PR)
DCR / CBR	DCR / CBR은 질병통제율(Disease Control Rate, Clinical Benefit Rate)로 항암제 임상 연구에서 진행성 및 전이성 암을 가진 환자 중 완전 관해, 부분 관해, 안정 병변 등의 치료반응을 보인 비율을 의미한다. (DCR/CBR = CR + PR + SD)
PFS	PFS는 무진행 질병 생존 기간(Progression Free Survival)으로 병이 진행(PD)이 안된 상태에서 환자가 악화되거나 사망에 이르기 전까지 생존한 기간을 의미한다.
OS	OS는 전체 생존 기간(Overall Survival)으로 환자가 치료를 시작하여 사망하기까지의 기간을 의미한다.
DLT	DLT는 용량 제한 독성(Dose Limiting Toxicity)으로 각 장기별 독성의 Grade 3을 기준으로 결정한다. 환자의 1/3에서 DLT를 나타내는 용량을 MTD(Maximal Tolerated Dose, 최대내약용량)로 정의하고 그 한 단계 전 코호트의 용량을 2상 권장용량(RP2D, Recommended Phase 2 Dose)으로 지정한다.

1 개별 모멘텀에 집중

- 상반기 글로벌 의약품 시장 침투 가능성으로 기대를 모았던 HLB, 알테오젠의 주가 상승 사례
- 하반기 글로벌 시장 진출 가능성으로 기대를 모으고 있는 유한양행과 글로벌 시장에서의 입지를 매출로 증명하고 있는 SK바이오팜의 주가 상승 사례
- 2024 사례를 살펴보면 시장의 눈높이는 내수시장이 아닌 글로벌 시장에 맞춰져 있으며 2025년 또한 글로벌 시장 침투 가능성을 보유하거나 숫자로 보여줄 수 있는 기업에 관심 집중할 필요 존재

관련주:

유한양행, 알테오젠, 셀트리온, SK바이오팜

2 글로벌 트렌드에 발맞춤

- 대사 질환 시장에서 GLP-1, 항암제 시장에서 ADC, 이중 항체가 여전히 트렌드를 주도 중
- ADC는 다른 항암제와의 병용 요법을 임상 진행 중에 있으나 여전히 높은 부작용이 단점, 부작용을 낮출 수 있는 파이프라인이 가치가 높아질 것으로 예상
- 이중 항체는 2021년 부터 매년 신약이 여러 개 등재될 만큼 임상 연구가 활발한 상황
- GLP-1은 투약 주기를 늘린 월1회 제형과 경구 제형의 니즈가 커지는 상황

관련주:

리가켄바이오, 에이비엘바이오, 디앤디파마텍

3 BIOSECURE Act에 주목

- 상원 통과, 대통령 서명 절차만 남은 상황 속 초당적인 성격을 지녀 통과 가능성은 높다 판단
- China-Free 수요가 증가하는 글로벌 빅파마
- 이를 대체할 수 있는 기술력을 갖춘 국내 CDMO 기업 중장기적으로 수혜 입을 가능성 존재
- 바이오시밀러 처방을 확대하려는 미국 정부의 의지

관련주:

삼성바이오로직스, 에스티팜, 셀트리온

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
리가켄바이오 (141080)	Buy	170,000원
에이비엘바이오 (298980)	Buy	53,000원
삼성바이오로직스 (207940)	Buy	1,300,000원
SK바이오팜 (326030)	Buy	150,000원
유한양행 (000100)	Buy	190,000원

리가켄바이오 (141080) 2025년 공개될 LCB84 결과

Analyst 김준영 02. 6454-4877
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (11.5)	129,700원
상승여력	31.1%

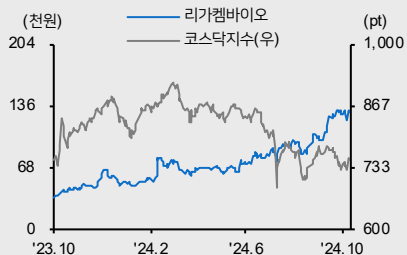
KOSDAQ	751.81pt
시가총액	47,484억원
발행주식수	3,661만주
유동주식비율	69.88%
외국인비중	11.85%
52주 최고/최저가	131,700원/38,950원
평균거래대금	797.7억원

주요주주(%)

팬 오리온 코프. 리미티드 외 8 인	26.28
국민연금공단	5.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가		21.0	90.7
상대주가		23.8	119.6

주가그래프



경쟁사들의 TROP2 ADC 개발 전략으로 살펴보는 LCB84 예상 적응증

- AstraZeneca, Gilead, Merck의 개발 전략으로 살펴보았을 때 TROP2 ADC가 타겟할 수 있는 예상 적응증은 유방암(HR+/HER2- BC, TNBC(삼중음성유방암)), 폐암(EGFR 변이 NSCLC, NSQ(비편평) NSCLC), 난소암, 자궁내막암
- Janssen이 타겟할 가능성이 높은 적응증은 유방암과 폐암으로 예상하며 추가적으로 난소암, 자궁내막암 타겟 가능성도 존재
- LCB84의 임상 1상 결과를 바탕으로 적응증이 구체화될 것으로 전망

투자의견 Buy, 적정주가 17만원 유지

- 여러 적응증을 타겟하는 임상 2상 연구를 진행하기 위해서는 Janssen의 옵션 행사가 중요
- EGFR 변이 NSCLC 리브레반트/렉라자 병용 요법 이후 치료제 옵션이 부재한 상황 속 LCB84/렉라자 병용 요법을 후속 옵션 타겟으로, 더불어 1차 치료제 옵션으로 임상 진행 가능성 보유
- 상반기 종료 예상되는 임상 1상 결과에 따라 옵션 행사 가능성 예상 가능
- LCB14(HER2 ADC) 글로벌 임상 1상, 중국 임상 3상 25년 1차 종료 예상하며 25년 하반기 결과 확인 예상

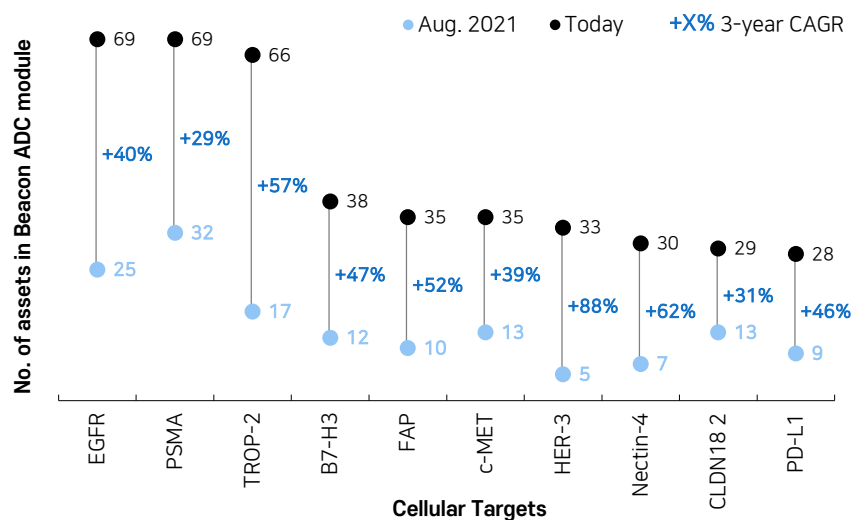
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	33.4	-50.4	-45.1	-1,850		7,937	-23.2	5.4	-20.2	-20.5	15.0
2023	34.2	-80.8	-73.7	-2,775	적지	5,215	-23.4	12.5	-22.2	-40.1	27.9
2024E	138.0	8.4	29.4	852	흑전	17,820	152.2	7.3	304.1	7.3	6.5
2025E	171.8	53.4	78.3	2,138	150.9	19,958	60.7	6.5	68.8	11.3	5.8
2026E	164.7	43.7	71.8	1,960	-8.3	21,918	66.2	5.9	80.7	9.4	5.3

높아지는 TROP2 ADC 관심도

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

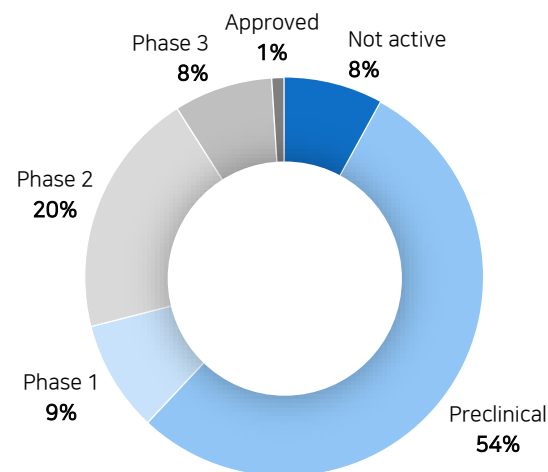
- 2021년 8월 기준 CAGR를 비교했을 시 TROP2 ADC가 57%로 관심이 높은 상황
- TROP2외에 Nectin4, HER3, B7H3 또한 관심이 증가 중
- TROP2 ADC 중 Gilead의 Trodelvy가 승인을 받은 상황이며, AstraZeneca의 Dato-DXd, Merck의 Sac-TMT, 항서제약의 SHR-A1921 등이 임상 3상 진행 중

타겟별 ADC 임상 현황



자료: Beacon, 메리츠증권 리서치센터

임상 진행 중인 TROP2 ADC 단계별 현황



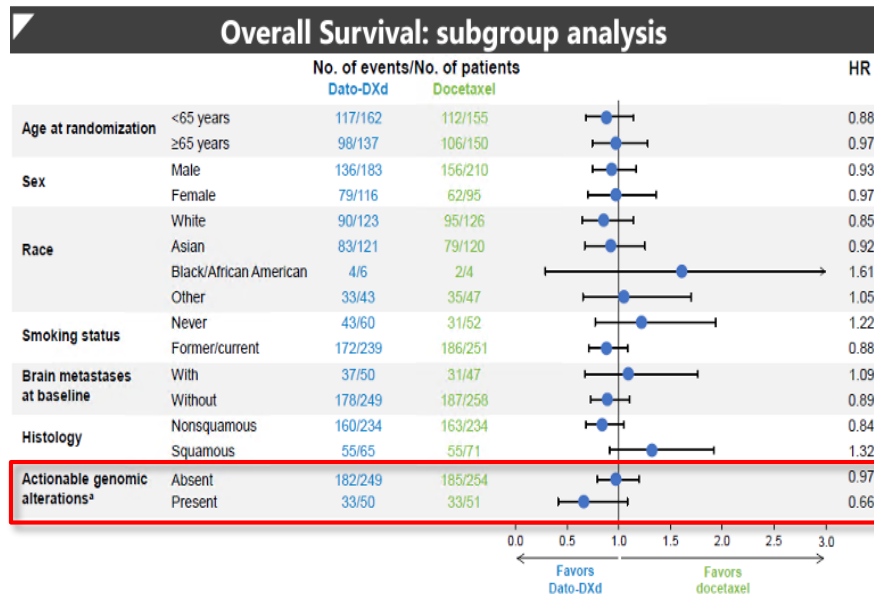
자료: Beacon, 메리츠증권 리서치센터

AGA NSCLC에서 좋은 효능을 보이는 TROP2 ADC

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

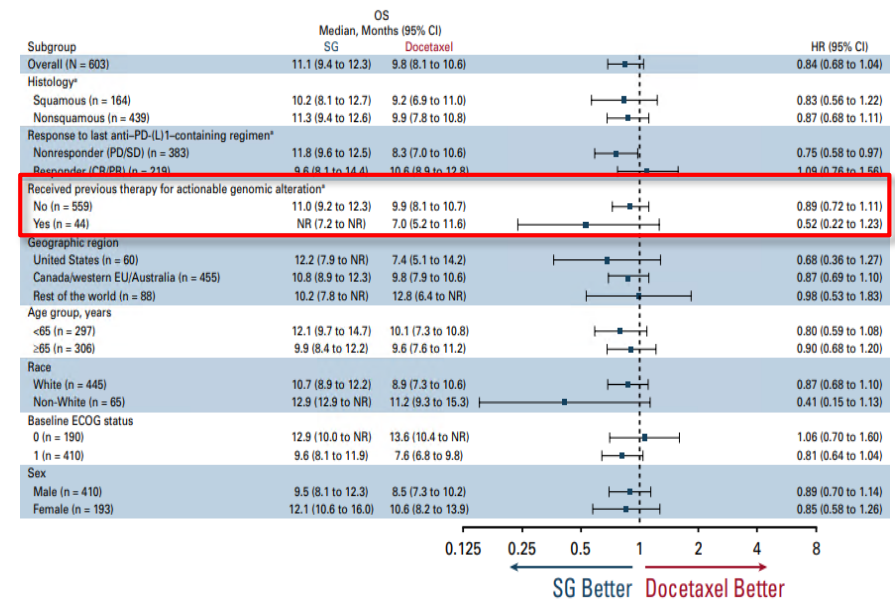
- AGA(Actionable genomic alterations)는 치료 가능한 변이를 의미하며 대표적으로 EGFR, ALK, MET 등이 해당
- 하위 그룹 분석이라 결과 해석이 제한적이나 Trodelvy, Dato-DXd 모두 Forest plot 데이터를 살펴보면 EGFR 변이가 포함된 AGA 환자군에서 더 좋은 효능을 보이는 경향 존재

TROPION-Lung01 NSQ NSCLC 환자 대상 임상 OS 결과



자료: Daiichi Sankyo, TROPION-Lung01, 메리츠증권 리서치센터

EVOKE-01 임상 OS 결과



자료: EVOKE-01, 메리츠증권 리서치센터

EGFR 변이 NSCLC 대상 Janssen의 예상 개발 전략

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

- 특히 Dato-DXd의 경우 AGA NSCLC 환자 군에서 PFS 위험도를 65%, OS 위험도를 35% 감소시키는 결과를 도출
- AstraZeneca는 TROPION-Lung14, 15를 통해 1차, 2차 치료제 옵션으로 TROP2 ADC와 EGFR TKI를 병용하는 요법 임상 진행 중
- Janssen 또한 TROP2 ADC와 EGFR TKI를 병용하는 임상을 진행할 가능성이 존재하며 특히 1차 요법인 리브레반트/렉라자 병용 요법 이후 부재한 2차 치료제 옵션으로 고려할 가능성 존재
- 자세한 내용은 9/19 발간된 ‘리가켄바이오: 높아지는 안센의 옵션 행사 가능성’ 참고

Dato-DXd의 NSQ NSCLC내 변이 유무별 환자의 효능 결과

Variable	Actionable Genomic Alterations Absent		Actionable Genomic Alterations Present	
	Dato-DXd (n = 186)	Docetaxel (n = 184)	Dato-DXd (n = 48)	Docetaxel (n = 50)
PFS, months, median (95% CI) ^a	5.1 (4.2 to 6.9)	4.0 (3.0 to 4.4)	5.7 (4.2 to 8.2)	2.6 (1.4 to 3.7)
HR for disease progression or death (95% CI)	0.71 (0.56 to 0.91)		0.35 (0.21 to 0.60)	
OS, months, median (95% CI) ^b	13.6 (11.7 to 16.4)	12.3 (10.9 to 14.8)	15.6 (12.0 to 16.9)	9.8 (6.2 to 14.8)
HR for death (95% CI)	0.89 (0.70 to 1.13)		0.65 (0.40 to 1.08)	
Confirmed ORR, No. ^{a,c}	55	26	18	4
Percent (95% CI)	29.6 (23.1 to 36.7)	14.1 (9.4 to 20.0)	37.5 (24.0 to 52.6)	8.0 (2.2 to 19.2)

자료: TROPION-Lung01, 메리츠증권 리서치센터

NSCLC 환자의 변이 발생률

Actionable Genomic Alteration	Dato-DXd (n = 299) No. (%)	Docetaxel (n = 305) No. (%)
EGFR mutation	39 (13.0)	45 (14.8)
MET amplification	7 (2.3)	5 (1.6)
ROS1 rearrangement	6 (2.0)	0
BRAF mutation	5 (1.7)	2 (0.7)
NTRK fusion	2 (0.7)	0
ALK rearrangement	1 (0.3)	2 (0.7)
MET exon 14 skipping	1 (0.3)	1 (0.3)
RET rearrangement	0	2 (0.7)

자료: TROPION-Lung01, 메리츠증권 리서치센터

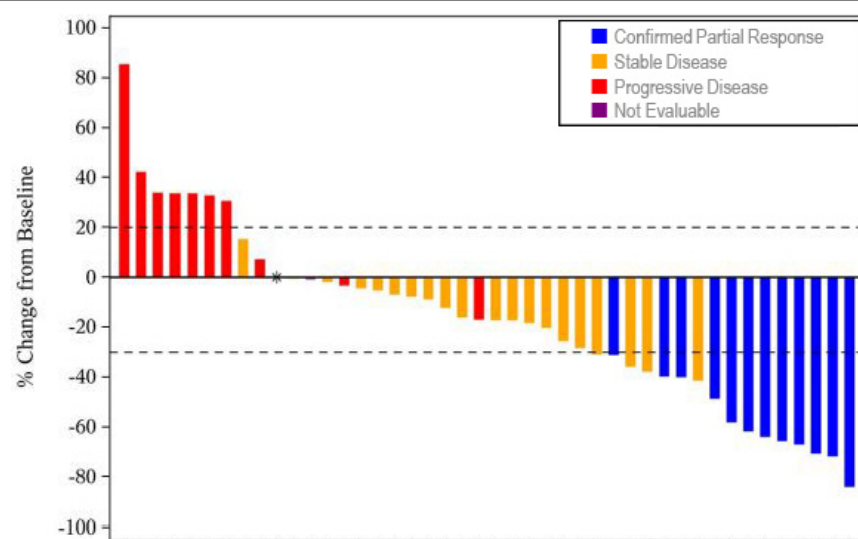
자궁내막암과 난소암에서도 좋은 효능을 보인 TROP2 ADC

2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

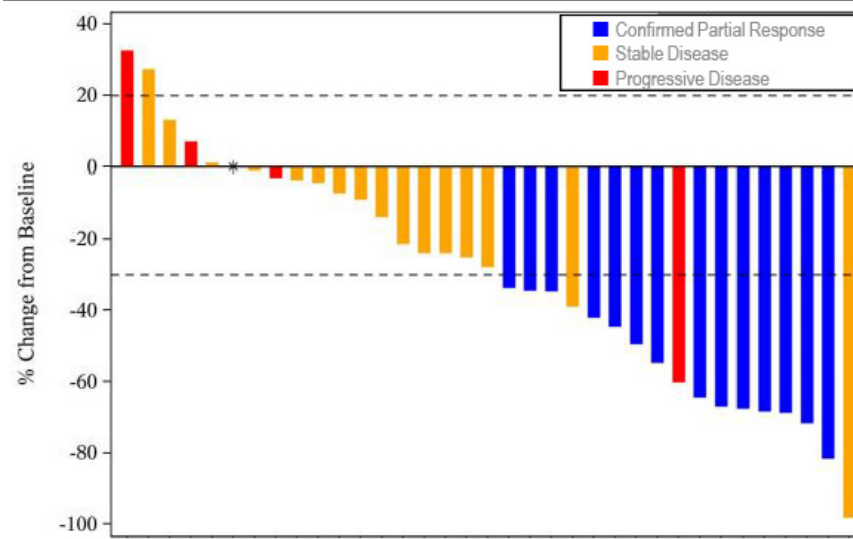
- ESMO 2024에서 발표된 Merck의 Sac-TMT 자궁내막암(EC), 난소암(OC) 대상 임상 2상 결과
- EC 환자군은 ORR(객관적반응률) 34.1%, DCR(질병조절률) 75.0%, PFS(무진행생존기간) 5.7개월 도출
- OC 환자군은 ORR 40.0%, DCR 75.0%, PFS 6.0개월 도출

Merck의 Sac-TMT 자궁내막암 효능 결과



자료: ESMO 2024, 메리츠증권 리서치센터

Merck의 Sac-TMT 난소암 효능 결과



자료: ESMO 2024, 메리츠증권 리서치센터

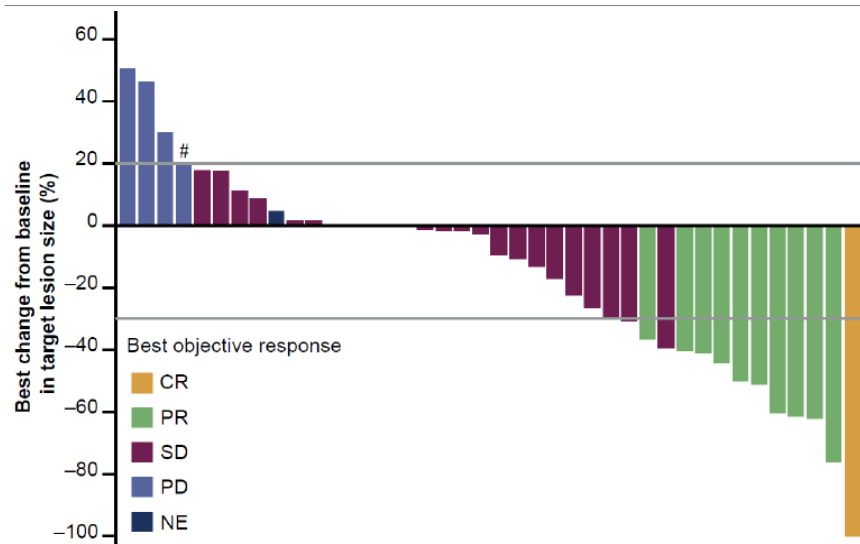
자궁내막암과 난소암에서도 좋은 효능을 보인 TROP2 ADC

2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

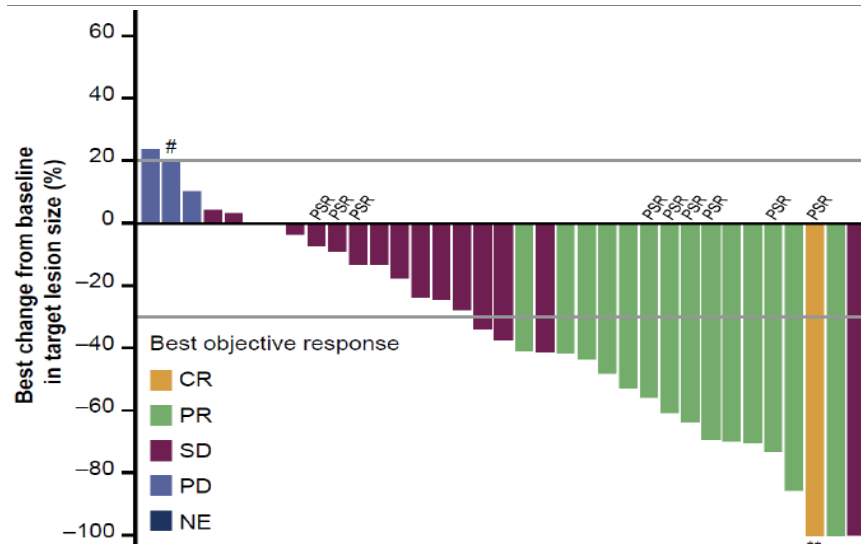
- ESMO 2024에서 발표된 AstraZeneca의 Dato-DXd 자궁내막암(EC), 난소암(OC) 대상 임상 2상 결과
- EC 환자군은 ORR(객관적반응률) 27.5%, DCR(질병조절률) 57.5%, PFS(무진행생존기간) 6.3개월 도출
- OC 환자군은 ORR 42.9%, DCR 85.7%, PFS 5.6개월 도출

AstraZeneca의 Dato-DXd 자궁내막암 효능 결과



자료: ESMO 2024, 메리츠증권 리서치센터

AstraZeneca의 Dato-DXd 난소암 효능 결과





자료: ESMO 2024, 메리츠증권 리서치센터

2025년 리가캠바이오 임상 모멘텀

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

- LCB84(TROP2 ADC): 고형암 대상 글로벌 임상 1상 25년 상반기 종료 예정
- LCB14(HER2 ADC): 유방암 대상 중국 임상 3상 25년 7월 1차 종료 예정
- LCB14(HER2 ADC): 고형암 대상 호주 임상 1상 25년 9월 1차 종료 예정

리가캠바이오 임상 모멘텀

	2H24	2025
Presentation Updates	SITC 2024 LCB41 (B7-H4-ADC) LCB39 (STING agonist) ASH 2024 LCB71 (ROR1-ADC)	TBD
IND Submission	LCB41 (B7-H4-ADC)	Novel target ADC LCB97 (L1CAM-ADC) Immuno-Oncology ENPP1 (Small Molecule for Combi therapy)
Phase 1 Study start	LCB84 (TROP2-ADC, Ph 1)  LCB71 (ROR1-ADC, Ph 1b) LCB73 (CD19-ADC, Ph 1) 	LCB97 (L1CAM-ADC) LCB41 (B7-H4-ADC)
Phase 2 Study start		LCB14 (HER2-ADC, tentative) LCB84 (TROP2-ADC, tentative)
Phase 3 Study start		Delpazolid (Gram-positive Antibiotics)
New Drug Approval		LCB14 (HER2-ADC, China)

자료: 리가캠바이오, 메리츠증권 리서치센터

리가캠바이오 파이프라인 현황

025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

리가캠바이오 ADC 제품 파이프라인 현황

Project	Indication	Discovery	preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Antibody Provider	License Status	Licensee
LCB14 HER2-MMAF	BC						Herceptin Biosimilar	Fosun (China)	FOSUNPHARMA 晨星医药
	BC (vs T-DM1)								
	Solid (GC / GC + PD-1 / CRC / NSCLC / Multi solid)								
	Solid						Herceptin Biosimilar	IKSUDA (ex-China)	IKSUDA THERAPEUTICS
LCB71 ROR1-pPBD	Solid, Heme						ablbio	CStone (ww)	基石药业 CSTONE PHARMACEUTICALS
LCB84 TROP2-MMAE	Solid						mediterranea	LCB	janssen Janssen-Pharmaceutica
LCB73 CD19-pPBD	Heme						LIGHTCHAIN BIOSCIENCE	IKSUDA (ww)	IKSUDA THERAPEUTICS
LCB67 DLK1	Solid						YBIOLOGICS	U/D (ww)	-
LCB97 L1CAM	Solid						elthera	LCB	ONO ONO PHARMA
LCB02A Claudin18.2-Topol	Solid, Heme						HARBOUR BIOMED	LCB	-
LNCB74 B7-H4-MMAE	Solid						NextCure	LCB & NextCure	-
LCB36 CD20 X CD22-pPBD	B-cell lymphoma						LCB	LCB	-
LCB22A, LCB45A	Solid						GLYCOTIDE	LCB & U/D	-
LCB28A	Solid						GLYCOTIDE	LCB	-

자료: 리가캠바이오, 메리츠증권 리서치센터

리가켄바이오 (141080)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	33.4	34.2	138.0	171.8	164.7
매출액증가율(%)		2.2	304.0	24.5	-4.2
매출원가	15.6	16.4	15.9	16.4	16.6
매출총이익	17.9	17.8	122.1	155.5	148.1
판매비와관리비	68.2	98.6	113.7	102.0	104.4
영업이익	-50.4	-80.8	8.4	53.4	43.7
영업이익률(%)	-150.8	-236.7	6.1	31.1	26.5
금융손익	2.5	4.2	20.8	24.9	28.1
중속/관계기업관련손익	0.1	0.8	0.6	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-47.7	-75.8	29.8	78.3	71.8
법인세비용	-2.6	-2.0	0.5	0.0	0.0
당기순이익	-45.1	-73.7	29.4	78.3	71.8
지배주주지분 순이익	-45.1	-73.7	29.4	78.3	71.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	191.6	134.6	635.5	712.6	786.2
현금및현금성자산	118.0	63.1	564.8	641.9	717.9
매출채권	12.8	14.8	15.3	15.3	12.9
재고자산	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
비유동자산	60.9	54.9	59.1	60.3	58.4
유형자산	26.5	25.4	26.0	25.4	22.1
무형자산	7.9	6.9	7.8	9.7	11.1
투자자산	26.4	19.2	20.9	20.9	20.9
자산총계	252.5	189.5	694.6	772.9	844.6
유동부채	28.6	37.1	36.2	36.2	36.2
매입채무	7.3	7.1	7.1	7.1	7.1
단기차입금	2.7	11.9	11.9	11.9	11.9
유동성장기부채	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.3	4.2	6.0	6.0	6.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	32.9	41.3	42.2	42.2	42.2
자본금	13.8	14.2	18.3	18.3	18.3
자본잉여금	93.9	97.5	568.3	568.3	568.3
기타포괄이익누계액	1.8	2.3	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	105.4	30.7	58.7	136.9	208.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	219.6	148.2	652.4	730.7	802.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-7.1	-62.2	44.9	84.0	80.0
당기순이익(손실)	-45.1	-73.7	29.4	78.3	71.8
유형자산감가상각비	2.5	3.1	3.6	3.7	3.3
무형자산상각비	1.6	1.6	1.7	2.2	2.5
운전자본의 증감	17.4	-2.4	-0.9	-0.0	2.4
투자활동 현금흐름	-16.2	9.4	-16.1	-7.0	-4.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.2	-1.3	-3.2	-3.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-26.3	8.0	-1.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	3.2	-1.9	472.9	0.0	0.0
차입금증감	12.3	0.4	-0.0	0.0	0.0
자본의증가	107.7	4.0	474.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-22.0	-54.9	501.8	77.0	76.0
기초현금	139.9	118.0	63.1	564.8	641.9
기말현금	118.0	63.1	564.8	641.9	717.9
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	1,371	1,286	4,002	4,693	4,497
EPS(지배주주)	-1,850	-2,775	852	2,138	1,960
CFPS	-1,133	-2,394	903	1,617	1,353
EBITDAPS	-1,898	-2,867	396	1,617	1,353
BPS	7,937	5,215	17,820	19,958	21,918
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-23.2	-23.4	152.2	60.7	66.2
PCR	-37.8	-27.1	143.6	80.2	95.8
PSR	31.3	50.6	32.4	27.6	28.8
PBR	5.4	12.5	7.3	6.5	5.9
EBITDA(십억원)	-46.3	-76.2	13.7	59.2	49.6
EV/EBITDA	-20.2	-22.2	304.1	68.8	80.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-20.5	-40.1	7.3	11.3	9.4
EBITDA이익률	-138.4	-223.0	9.9	34.5	30.1
부채비율	15.0	27.9	6.5	5.8	5.3
금융비용부담률	0.9	1.5	0.4	0.3	0.4
이자보상배율(x)	-176.3	-153.0	14.3	90.6	74.1
매출채권회전율(x)	2.6	2.5	9.2	11.3	11.7
재고자산회전율(x)	168.1	172.6	604.4	609.6	586.5

에이비엘바이오 (298380) Grabody-B 플랫폼 가치 주목

Analyst 김준영 02. 6454-4877
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	53,000원
현재주가 (11. 5)	37,000원
상승여력	43.2%

KOSDAQ	751.81pt
시가총액	17,778억원
발행주식수	4,805만주
유동주식비율	69.45%
외국인비중	11.61%
52주 최고/최저가	41,350원/16,590원
평균거래대금	718.1억원

주요주주(%)

이상훈 외 12 인	30.55
국민연금공단	6.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.8	45.1	
상대주가	16.4	67.1	

주가그래프



2025년 상반기 공개될 ABL 301 임상 1상 결과

- 2025년 1월 ABL 301의 임상 1상 결과를 확인할 것으로 예상. 주요 관심 지표는 안전성과 BBB(뇌혈관장벽) 통과 여부
- Roche의 Trontinemab의 임상 1/2상 결과를 통해 CNS 질환에서의 BBB 셔틀 중요성이 부각
- 글로벌 BBB셔틀 플랫폼이 대부분 TfR 타겟인 반면 동사의 Grabody-B 플랫폼은 IGFR1 타겟으로 TfR 타겟의 혈액학적 부작용을 해결할 수 있을 것으로 예상

투자 의견 Buy, 적정주가 53,000원으로 상향

- Sanofi에 기술 이전한 ABL301의 신약 가치 상향과 더불어 리가캠바이오와 공동개발 중인 ROR1 ADC(ABL202), DLL4 x VEGF 이중 항체(ABL001)의 신약 가치를 추가적으로 반영하여 적정주가 37,000원에서 43% 상향한 53,000원으로 상향
- ABL202는 12월 ASH(미국혈액학회)를 통해 추가적 임상 1상 결과 공개 예정
- ABL001의 담도암 임상 2/3상 결과는 25년 상반기 확인할 것으로 예상
- ABL301 임상 1상 종료 후 임상 2상 진입 시 Sanofi로부터 마일스톤 수령 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	67.3	0.9	3.2	68		1,455	340.7	15.8	329.1	4.6	166.4
2023	65.6	-2.6	-2.7	-55	적전	1,547	-444.8	15.9	-38,357.7	-3.7	116.2
2024E	40.5	-28.9	-25.8	-537	적지	3,545	-69.0	10.4	-62.2	-19.4	39.4
2025E	84.0	19.2	22.1	460	흑전	3,955	80.4	9.4	75.5	11.0	30.6
2026E	33.0	-25.5	-22.8	-475	적전	3,532	-78.0	10.5	-71.7	-11.3	29.0

에이비엘바이오 밸류에이션

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

ABL301 신약 가치 추정

(십억원)	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
파킨슨 환자수 (US, 명)	849,275	874,753	900,996	928,026	955,867	984,543	1,014,079	1,044,501	1,075,836	1,108,111
점유율	3%	8%	12%	15%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
대상 환자수 (명)	25,478	69,980	108,120	139,204	172,056	177,218	182,534	188,010	193,651	199,460
매출액 (백만달러)	734	2,015	3,114	4,009	4,955	5,104	5,257	5,415	5,577	5,744
로열티 (환율 적용)	143	393	607	782	966	995	1,025	1,056	1,088	1,120
법인세	29	79	121	156	193	199	205	211	218	224
FCF	114	314	486	625	773	796	820	845	870	896
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	70.2	177.6	252.9	300.1	341.9	324.6	308.1	292.5	277.7	263.6
NPV of FCFF	2,609.1									
PV of Terminal value	1,854.9									
Total	959.4									

주: 환율 1300원, 세율 20%, WACC 8.5%, 임상성공확률 14.0%, 로열티 15%, 영구 성장률 -5%,
파킨슨 미국 환자수 및 성장률 3%: Global Data
약가는 알츠하이머 항체 치료제 Eli Lilly Kisunla 연간 약가 \$32,000에 10% 할인 부여.
파킨슨 글로벌 매출 내 평균 미국 비중 65.1% 바탕으로 글로벌 매출 추정
자료: 메리츠증권 리서치센터

에이비엘바이오 밸류에이션

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

ABL202 신약 가치 추정

(십억원)	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
DLBCL 환자수(US, 명)	209,782	214,524	219,372	224,330	229,399	234,584	239,885	245,307	250,851	256,520
Stage III, IV 환자수 (명)	111,185	113,697	116,267	118,895	121,582	124,329	127,139	130,013	132,951	135,956
점유율	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
대상 환자수 (명)	5,559	11,370	17,440	17,834	18,237	18,649	19,071	19,502	19,943	20,393
매출액 (백만달러)	1,308	2,729	4,270	4,454	4,646	4,846	5,055	5,272	5,499	5,736
로열티 (환율 적용)	255	532	833	869	906	945	986	1,028	1,072	1,119
법인세	51	106	167	174	181	189	197	206	214	224
FCF	204	426	666	695	725	756	789	822	858	895
discount factor	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PV of FCFF	115.3	221.7	319.7	307.3	295.4	284	273	262.5	252.3	242.6
NPV of FCFF	2,573.9									
PV of Terminal value	462.8									
Total	139.0									

주: 환율 1300원, 세율 20%, WACC 8.5%, 임상성공확률 10.8%, 로열티 15%, 영구 성장률 -5%, 배분비율 40%, 귀속가치 50% 가정,
 Stage III, IV 비율 53.0% 가정, NIH Cancer Stat Facts_DLBCL
 약가는 Polivy NIH 기준 연간 약가 \$256,373에 10% 할인 부여.
 Polivy 매출 내 평균 미국 비중 47.2% 바탕으로 글로벌 매출 추정
 자료: 메리츠증권 리서치센터

에이비엘바이오 밸류에이션

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

ABL001 신약 가치 추정

(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
BTC 환자수(US, 명)	23,021	23,251	23,484	23,718	23,956	24,195	24,437	24,682	24,928	25,178
2차 치료 전환 환자수 (명)	7,712	7,789	7,867	7,946	8,025	8,105	8,186	8,268	8,351	8,435
점유율	3%	8%	15%	23%	30%	35%	40%	40%	40%	40%
대상 환자수 (명)	234	629	1,192	1,846	2,432	2,865	3,307	3,340	3,374	3,408
매출액 (백만달러)	51	140	270	427	573	689	811	836	861	887
로열티 (환율 적용)	9.9	27.3	52.7	83.2	111.8	134.4	158.2	163.0	167.9	173.0
법인세	2.0	5.5	10.5	16.6	22.4	26.9	31.6	32.6	33.6	34.6
FCF	7.9	21.8	42.1	66.6	89.4	107.5	126.6	130.4	134.3	138.4
discount factor	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PV of FCFF	6.7	17.1	30.4	44.3	54.8	60.7	65.9	62.6	59.4	56.4
NPV of FCFF	458.3									
PV of Terminal value	161.8									
Total	238.4									

주: 환율 1300원, 세율 20%, WACC 8.5%, 임상성공확률 43.9%, 로열티 15%, 영구 성장률 -5%,
BTC 환자수: Lorena Marcano Bonila, et al. 2016, 2차 치료 대상 환자수 비율: J. Bridgewater, et al. 2024, ESMO
약가는 Keytruda, 화학항암제 병용 NIH 기준 연간 약가 \$217,834.
BTC 매출 내 평균 미국 비중 52.1% 바탕으로 글로벌 매출 추정
자료: 메리츠증권 리서치센터

에이비엘바이오 적정주가 산출

(십억원)		비고
에이비엘바이오의 신약가치 (A)	2,390.2	DCF valuation
1) ABL111	1,053.5	
2) ABL301	959.4	기존 7,069억원의 가치 대비 35.7% 상향
3) ABL202	139.0	신규 반영
4) ABL001	238.4	신규 반영
순 차입금(B)	-147.2	2025년 말 기준
주주가치 (C=A-B)	2,537.5	
주식수 (D)	48,048천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=C/D)	53,000원	

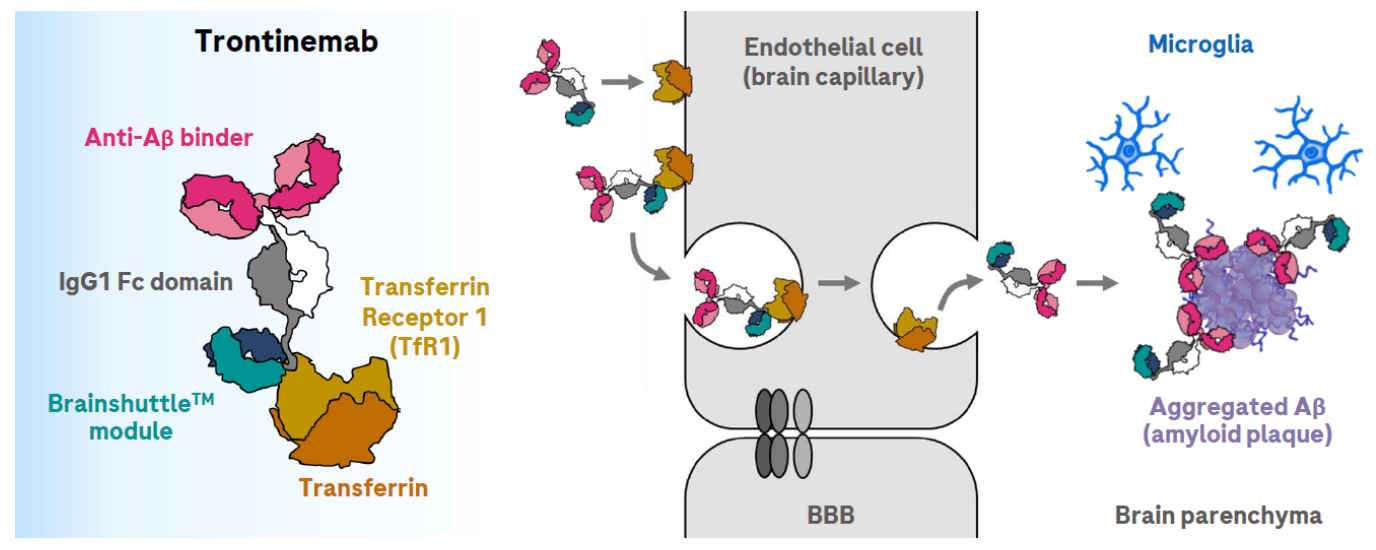
자료: 메리츠증권 리서치센터

CNS 질환에서 BBB 셔틀이 가지는 의미

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

- 알츠하이머 질환에서 기존 아밀로이드 베타 타겟 단일 항체 약물이 가지는 단점은 낮은 BBB(뇌혈관장벽) 투과도
- 기존 아밀로이드 베타 항체는 BBB 투과도가 낮아 혈관벽의 아밀로이드 베타를 제거하며 혈관 무결성(Vascular integrity) 손상, 그로 인해 ARIA-E(뇌부종), ARIA-H(뇌출혈) 발생률 증가에 기여
- BBB 셔틀은 투과도를 증가시켜 혈관벽 손상을 최소화하여 부작용 발생률을 낮출 것으로 기대

BBB(뇌혈관장벽) Shuttle의 원리



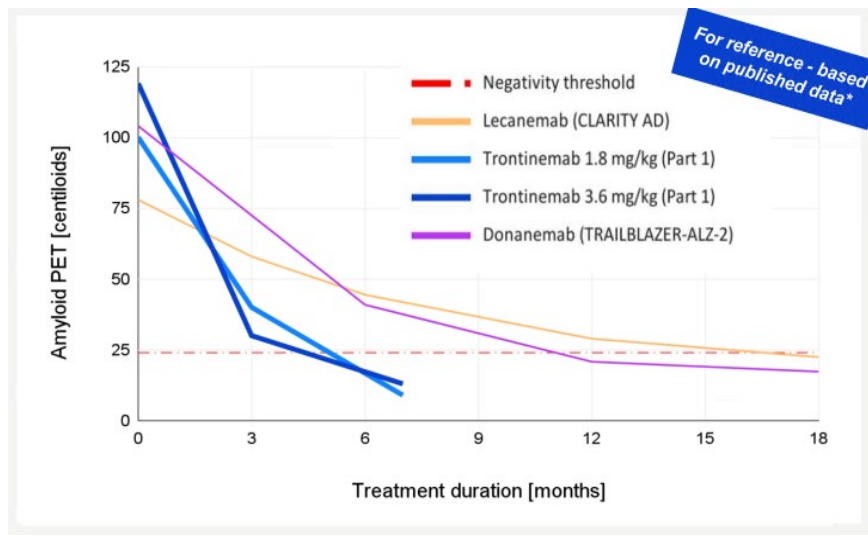
자료: Roche, 메리츠증권 리서치센터

Trontinemab으로 바라보는 BBB 셔들의 중요성

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

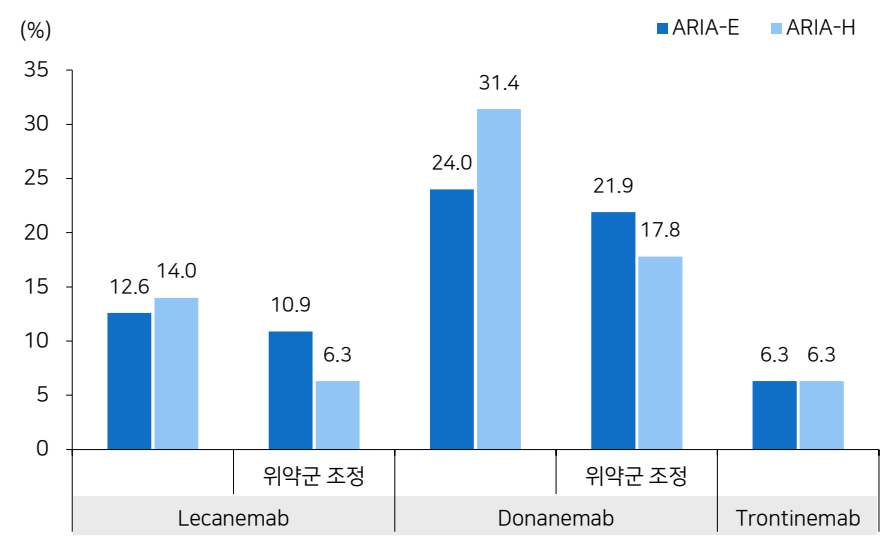
- Roche의 알츠하이머 치료제 Trontinemab 임상 1상 성공으로 인한 BBB 셔들 플랫폼 가치 상승
- Eisai의 Aducanumab, Lecanemab, Eli Lilly의 Donanemab은 ARIA-E(뇌부종), ARIA-H(뇌출혈) 부작용 발생률이 높게 나온 반면 Roche의 Trontinemab은 부작용 발생률을 낮게 도출
- Lecanemab은 EMA(유럽의약품청) CHMP(인체용의약품위원회)의 부정적 의견을 수령한 바 있어 부작용을 낮추는 BBB 셔들의 가치는 계속적으로 커질 것으로 전망

알츠하이머 신약 임상 결과 비교



자료: Roche, 메리츠증권 리서치센터

알츠하이머 신약 임상 부작용 결과 비교



주: ARIA-E: 뇌의 체액 저류로 인한 부종, ARIA-H: 미세출혈
자료: CLARITY AD, TRAILBLAZER-ALZ-2, Roche, 메리츠증권 리서치센터

TfR BBB 셔틀도 단점은 존재

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

빈혈 부작용을 보이는 TfR BBB 셔틀

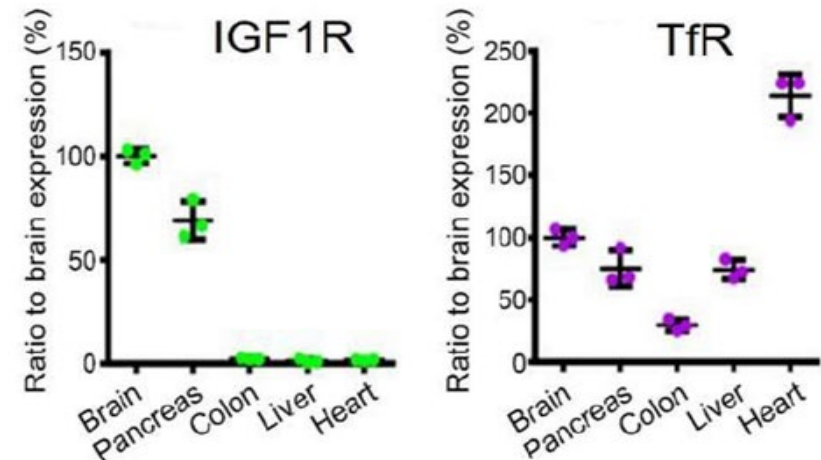
- TfR BBB 셔틀이 ARIA 부작용을 낮추며 가치를 인정받고 있으나 단점도 존재
- TfR(트랜스페린 수용체)는 망상적혈구에도 분포하고 있어 빈혈 등의 부작용을 일으킬 가능성 존재
- Trontinemab 임상 1상 결과 전체 환자군의 15% 환자가 빈혈을 나타냈으며 용량 확장(Dose Expansion) 임상의 용량인 1.8, 2.4 mg/kg의 경우 각각 31.2%, 18.8%의 환자에게서 빈혈 발생
- TfR과 달리 IGF1R(인슐린 유사 성장인자 1형 수용체)는 좀 더 뇌에 특이적으로 발현되어 있어 빈혈 등의 부작용은 발생하지 않을 것으로 예상
- 다만 고혈당증(Hyperglycemia) 등의 부작용 발생 가능성 존재하기에 임상 1상 결과 모니터링 필요

Trontinemab 부작용 결과

부작용	Cohort 1 0.2 mg/kg or Pbo (n = 14)	Cohort 2 0.6 mg/kg or Pbo (n = 14)	Cohort 3 1.8 mg/kg or Pbo (n = 16)	Cohort 4 3.6 mg/kg or Pbo (n = 16)	All patients (n = 60)
Infusion related reaction (IRR)	1 (7.1%)	4 (28.6%)	12 (75.0%)	7 (43.8%)	24 (40.0%)
Anemia	1 (7.1%)	0	5 (31.2%)	3 (18.8%)	9 (15.0%)
ARIA-E	0	0	1 (6.3%)	0	1 (1.7%)
ARIA-H	0	0	1 (6.3%)	0	1 (1.7%)
Concurrent ARIA-E and ARIA-H	0	0	0	0	0
Macrohemorrhage	0	0	0	0	0

자료: Roche, 메리츠증권 리서치센터

TfR과 IGF1R 조직 분포 비율



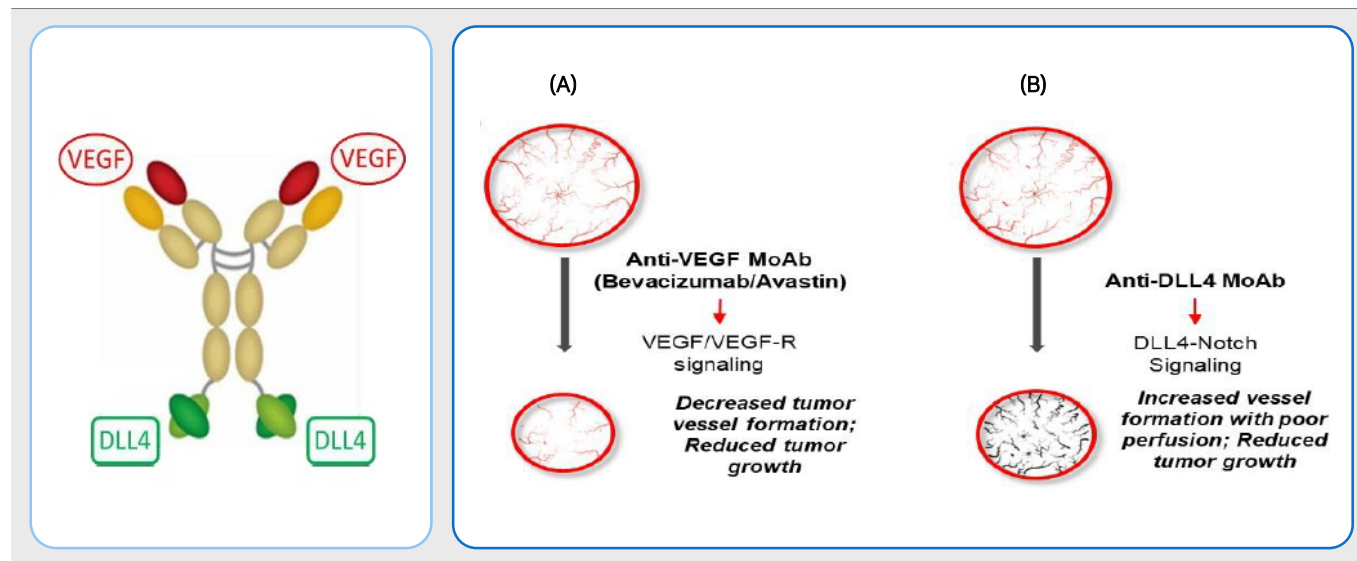
자료: JW Shin, et al. 2022, 메리츠증권 리서치센터

BTC(담관암) 2차 치료제를 노리는 ABL001

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

- ABL001(CTX-009)는 DLL4와 VEGF를 타겟하는 이중 항체
- 현재 BTC(담관암) 2차 치료제를 목표로 임상 2/3상 COMPANION 002를 진행 중이며 FDA로부터 24년 4월 Fast Tract으로 지정
- 임상 1차 종료 시기는 25년 7월이며 라이선스 계약을 진행한 Compass는 25년 1분기 결과 발표 목표를 밝힘. 다만 보수적으로 25년 상반기 발표할 것으로 예상

DLL4와 VEGF를 타겟하는 이중항체, ABL001



자료: Compass Therapeutics, 메리츠증권 리서치센터

BTC(담관암) 2차 치료제를 노리는 ABL001

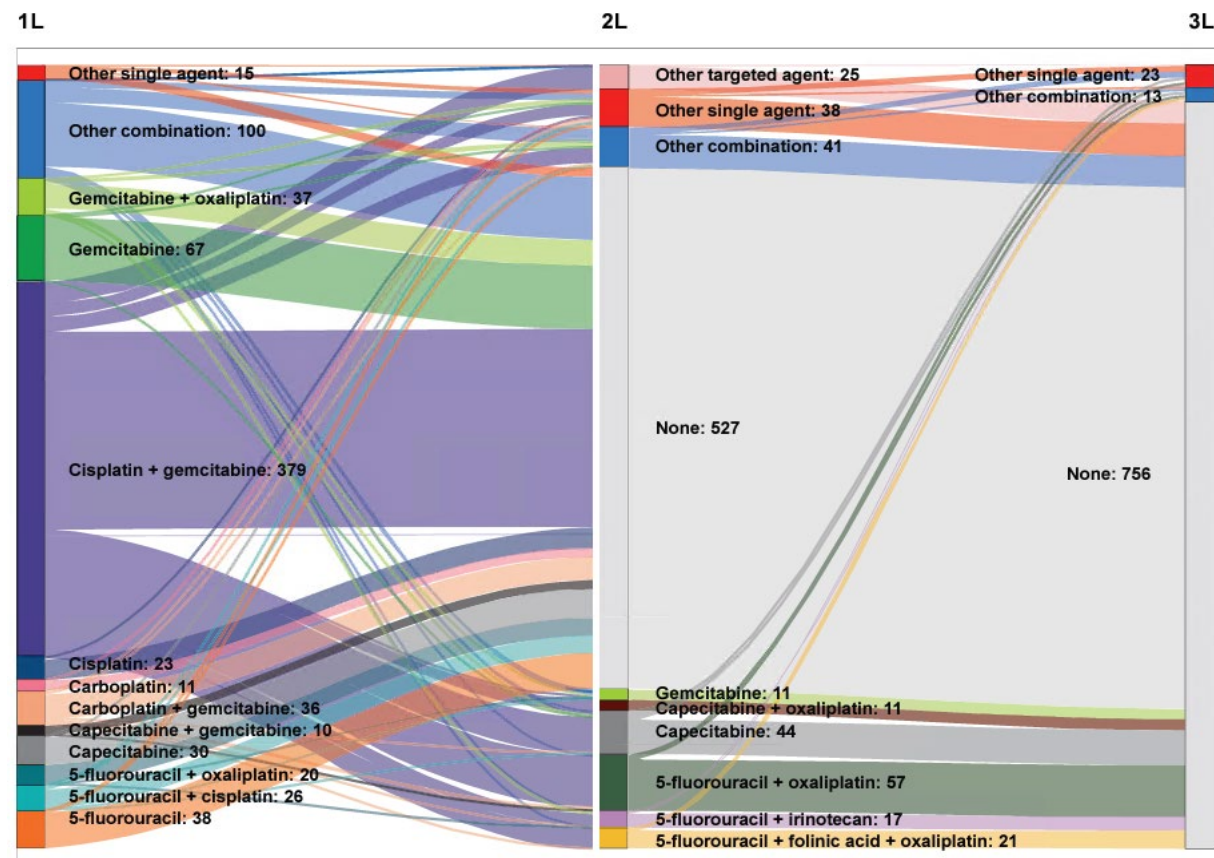
2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

치료 난이도가 높은 BTC

- BTC(담관암)은 치료 옵션이 상당히 제한적인 암종
- 진단 받은 환자 중 대부분이 수술 불가능한 전이된 환자
- 1차 치료 요법으로는 환자의 47.9%가 Cisplatin, Gemcitabine 화학항암제 병용 요법을 처방
- BTC 환자의 33.5%가 2차 치료 요법을 진행하나 2차 치료 옵션은 1차 치료 옵션에 비해 더욱 제한적

BTC(담관암) 치료 차수별 환자 현황

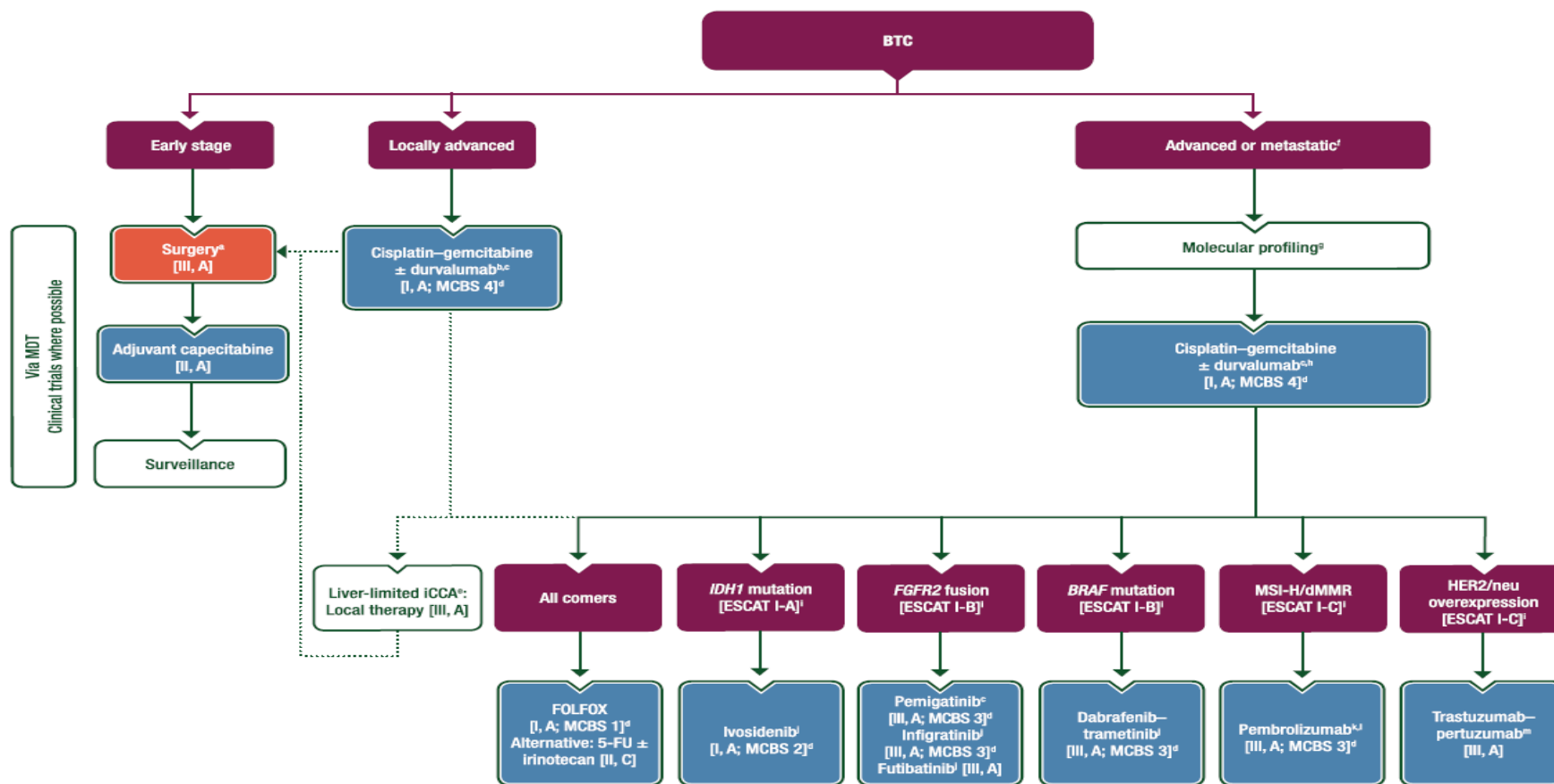


자료: ESMO 2024, 메리츠증권 리서치센터

BTC(담관암) 치료 ESMO 가이드라인 알고리즘

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

BTC(담관암) 치료 ESMO 가이드라인 알고리즘



자료: ESMO, 메리츠증권 리서치센터

ABL001 임상 2상의 긍정적 결과

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

- 임상 2상 결과 ORR 37.5%, OS 12.5개월, PFS 9.4개월을 도출하며 2차 치료제 표준치료제인 FOLFOX의 임상 결과(ORR 5%, OS 6.2개월, PFS 4.0개월)대비 우월한 효능 도출
- 더불어 현재 1차 치료제로 사용되고 있는 3가지 옵션의 임상 결과와 비교하더라도 비슷한 결과가 나와 향후 1차 치료제로의 진입 가능성도 존재
- M.D. Anderson Cancer Center에서 1차 치료 요법인 Gemcitabine, Cisplatin, Durvalumab 3제 요법에 ABL001을 추가한 4제요법을 BTC 1차 치료 옵션으로 임상 1/2상 진행 중.

기존 BTC 1, 2차 치료제와 ABL001(CTX-009) 임상 결과 비교

Parameter	CTX-009 ¹ Mixed 2L and 3L N=24	ABC-06 ² Only 2L N=81/81		Gem/Cis ³ 1L N=204	Gem/Cis + Durv ⁴ Only 1L N=341	Gem/Cis + Pembro ⁵ Only 1L N=533
		BSC	FOLFOX			
ORR	37.5% [64% 2L; 15% 3L]	0%	5%	26%	26.7%	28.7%
OS	12.5m	5.3 m	6.2m	11.7m	12.8m	12.7m
PFS	9.4m		4.0m	8.0m	7.2m	6.5m
Gr3/4 AEs	92%	47%	60%	71%	76%	79%
Deaths(asGr5)	1 (4%)	4 (5%)	10 (12%)	17 (8%)	12 (3.6%)	31 (6%)
AEs leading to discontinuation	21%		~12%	10%	13%	26%

자료: Compass Therapeutics, 메리츠증권 리서치센터

좋은 효능 대비 부작용도 높게 나온 ABL001

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

- 긍정적 효능 대비 ABL001의 부작용도 높게 나온 편
- 치료 중단 비율은 21%로 높게 나왔으며 호중구감소증(Neutropenia) 83.3%, 빈혈 20.8%, 고혈압 16.7%, 혈소판감소증(Thrombocytopenia) 12.5% 도출
- 고혈압은 VEGF 타겟의 부작용으로 추측하며 VEGF 단일 항체 Bevacizumab 또한 5-18%의 고혈압 부작용을 보인바 있음
- 혈액학적 부작용은 같이 병용하고 있는 Paclitaxel의 영향이 크다 판단

ABL001 임상 2상 부작용 결과와 VEGF 단일 항체 Bevacizumab, 병용 대상 Paclitaxel의 부작용 비교

Phase 2 BTC study of CTX-009 plus paclitaxel

Event	24 total Patients N (%)
Neutropenia	20 (83.3%)
Anemia	5 (20.8%)
Hypertension	4 (16.7%)
Thrombocytopenia	3 (12.5%)
TEAE leading to discontinuation: confusion, embolism, pneumonia (grade5), biliary fistula, large intestine perforation, blood creatinine increased, and blood urea nitrogen increased	

Bevacizumab and paclitaxel label information

Event	Bevacizumab (label) ¹	Paclitaxel (label) ²
Neutropenia		52%
Hypertension	5-18%	
Anemia		16%
Thrombocytopenia		7%
	Additional events: GI perforation, wound healing complications, Proteinuria, hemorrhage	Additional events: Hypersensitivity reactions, infections, bleeding, neuropathy

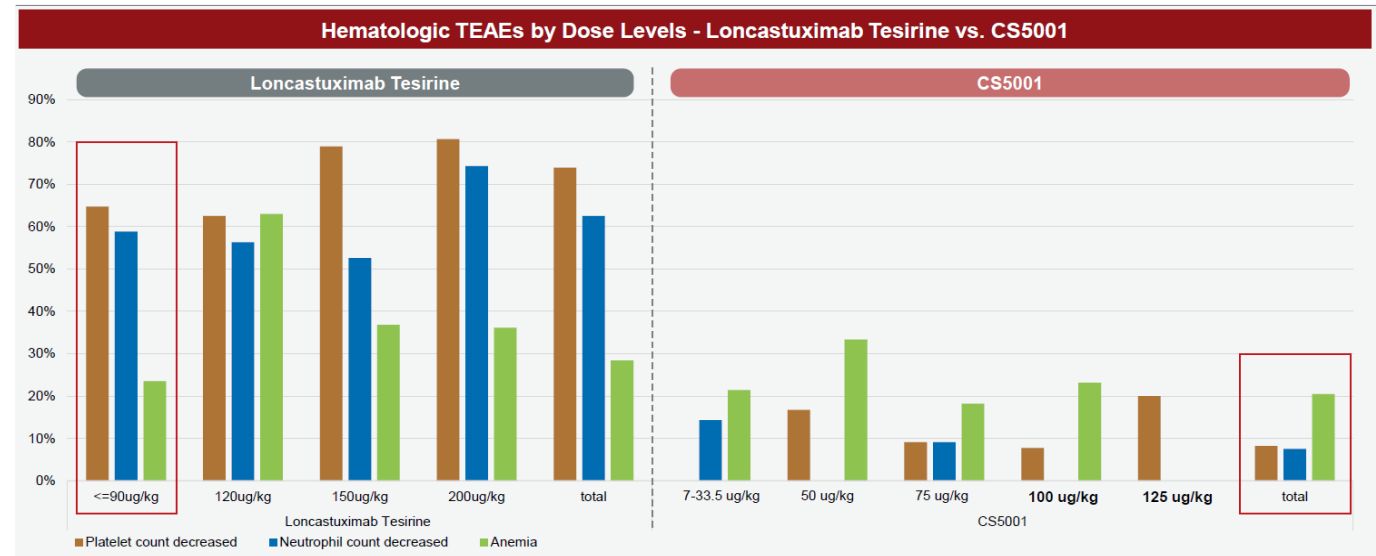
자료: Compass Therapeutics, 메리츠증권 리서치센터

12월 ASH에서 또 한번 확인할 안전성

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

- 12월 ASH에서 공개될 데이터는 ROR1 타겟 ADC인 ABL202/LCB71/CS5001의 임상 1상 결과
- DL9(156 ug/kg), DL10(195 ug/kg)의 부작용 결과를 추가적으로 확인 가능할 것으로 전망
- 사용되는 페이로드가 독성이 강한 PBD임에도 불구하고 현재까지 좋은 혈액학적 부작용 결과 도출
- DL9, DL10에서 DLT(용량제한독성) 및 MTD(최대독성용량) 도출이 되지 않은 것으로 보아 준수한 부작용 결과를 보일 것으로 예상

Zynlonta(Loncastuximab Tesirine)와 비교한 용량별 혈액학적 독성



자료: Cstone, 메리츠증권 리서치센터

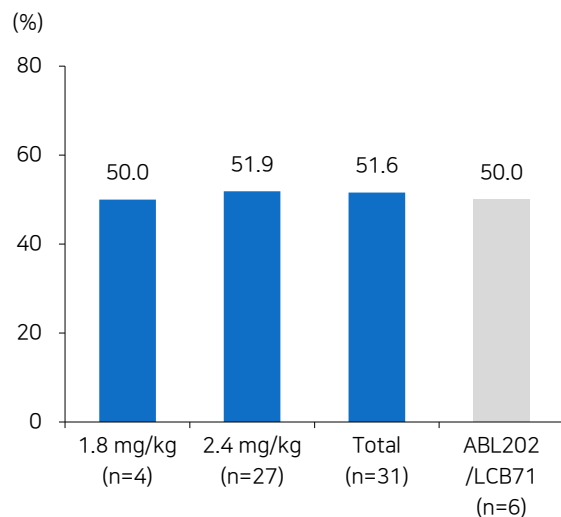
12월 ASH에서 또 한번 확인할 안전성

2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

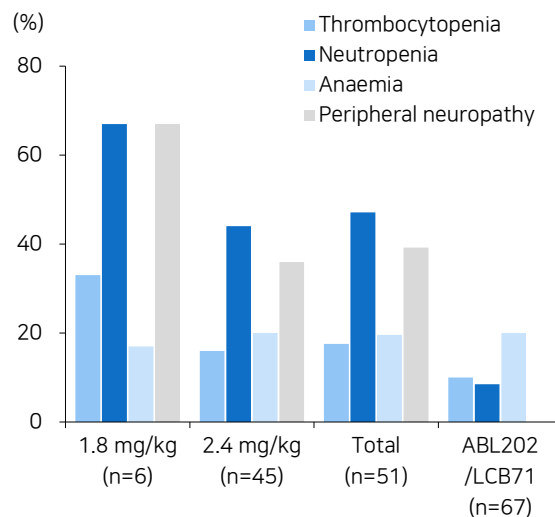
- ABL202/LCB71이 단기적으로 목표하는 시장은 DLBCL(미란성 거대 B세포 림프종)
- DLBCL 1차 치료제는 기존 콕테일 요법인 R-CHOP와 ADC인 Polivy가 사용되는 Pola-R-CHP 요법
- 환자수가 부족하나 Polivy 단독 요법 대비 ORR(객관적반응률)은 비슷하게 나왔으며 혈액학적 부작용은 현재까지 긍정적으로 도출
- 기존 1차 치료제 요법들이 혈액학적 부작용이 높게 나오는 만큼 낮은 혈액학적 부작용 발생률이 앞으로의 임상 연구에서 지속된다면 시장 경쟁력을 갖출 수 있다 판단

Polivy 단독요법과 ABL202/LCB71 ORR 결과



자료: MCA Palanca-Wessels, et al. 2015, Cstone, 메리츠증권 리서치센터

Polivy 단독요법과 ABL202 혈액학적 부작용



자료: MCA Palanca-Wessels, et al. 2015, Cstone, 메리츠증권 리서치센터

1차 치료제 병용 요법의 혈액학적 부작용 발생률

Polivy (%)	POLIVY + R-CHP (n=435)		R-CHOP (n=438)	
	All Grades	Grade 3-4	All Grades	Grade 3-4
Blood and lymphatic system disorders				
Lymphopenia	80	44	77	44
Anemia	68	14	67	11
Neutropenia	60	39	60	42
Thrombocytopenia	32	8	33	6
Febrile neutropenia	15	15	9	9

자료: G. Villacampa, et al. 2024, 메리츠증권 리서치센터

에이비엘바이오 파이프라인 현황

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

에이비엘바이오 파이프라인 현황

Platform	Code	Targets	Partner	Regulator	Indication	Non-clinical	Phase 1	Phase 2
Angiogenesis	ABL001 (CTX-009)	VEGF x DLL4	COMPASS L/O&Collaboration	FDA	BTC CRC OVC/Others	NCT04492033	NCT05506943	
							NCT05513742	
Grabodyr-B	ABL301 (SAR446159)	α-syn x IGF1R	sanofi L/O&Collaboration	FDA	Parkinson's disease	NCT05756920		
	ABL503 (TJ-L14B)	PD-L1 x 4-1BB	I-MAB L/O&Collaboration	FDA	Solid cancer	NCT04762641		
	ABL111 (TJ-CD4B)	CLDN18.2 x 4-1BB	I-MAB L/O&Collaboration	FDA	Solid cancer	NCT04900818		
Grabodyr-T	ABL102	ROR1x4-1BB			Solid & Blood Tumor			
	ABL103	B7-H4 x 4-1BB			Breast cancer (Triple negative)			
	ABL104 (YH32364)	EGFR x 4-1BB	yuhan L/O&Collaboration		Gastric cancer			
	ABL105 (YH32364)	HER2 x 4-1BB	yuhan L/O&Collaboration	이종원약품연구소	Gastric cancer	NCT05523947		
ADC	ABL202 (CS5001)	ROR1	IBI 基石药业 3rd Party L/O	FDA	Hematologic cancer/ Solid cancer	NCT05279300		

자료: 메리츠증권 리서치센터

에이비엘바이오 (298380)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	67.3	65.6	40.5	84.0	33.0
매출액증가율(%)		-2.6	-38.2	107.4	-60.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	67.3	65.6	40.5	84.0	33.0
판매비와관리비	66.4	68.2	69.4	64.8	58.5
영업이익	0.9	-2.6	-28.9	19.2	-25.5
영업이익률(%)	1.4	-4.0	-71.3	22.9	-77.2
금융손익	-0.4	1.3	2.9	2.9	2.7
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.7	-1.3	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	3.2	-2.7	-25.8	22.1	-22.8
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.2	-2.7	-25.8	22.1	-22.8
지배주주지분 순이익	3.2	-2.7	-25.8	22.1	-22.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	80.5	75.5	180.8	193.3	160.7
현금및현금성자산	25.1	28.1	149.6	172.7	145.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	104.7	84.6	85.2	84.8	84.5
유형자산	6.7	76.0	79.8	79.6	79.4
무형자산	2.6	2.5	2.4	2.2	2.1
투자자산	28.5	3.6	2.6	2.6	2.6
자산총계	185.2	160.1	266.0	278.1	245.3
유동부채	72.2	41.8	31.0	21.0	11.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	43.5	44.3	44.2	44.2	44.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	40.0	43.0	43.0	43.0	43.0
부채총계	115.7	86.1	75.2	65.2	55.2
자본금	23.9	24.0	26.9	26.9	26.9
자본잉여금	361.2	363.8	503.5	503.5	503.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	-339.1	-342.3	-368.1	-346.0	-368.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	69.5	74.1	190.8	212.9	190.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	72.1	-28.4	-30.5	14.5	-30.5
당기순이익(손실)	3.2	-2.7	-25.8	22.1	-22.8
유형자산감가상각비	2.2	2.4	2.3	2.2	2.1
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	60.3	-33.0	-9.0	-10.0	-10.0
투자활동 현금흐름	-71.3	29.9	11.1	8.6	3.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.3	-5.7	-4.7	-2.0	-2.0
투자자산의 감소(증가)	-28.5	24.9	1.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	4.7	1.4	141.0	0.0	0.0
차입금증감	42.3	1.7	0.1	0.0	0.0
자본의증가	385.1	2.6	142.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	3.6	2.9	121.6	23.1	-27.5
기초현금	21.6	25.1	28.1	149.6	172.7
기말현금	25.1	28.1	149.6	172.7	145.2

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	1,415	1,370	844	1,748	687
EPS(지배주주)	68	-55	-537	460	-475
CFPS	269	155	-493	449	-483
EBITDAPS	68	-1	-550	449	-483
BPS	1,455	1,547	3,545	3,955	3,532
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	340.7	-444.8	-69.0	80.4	-78.0
PCR	85.4	158.7	-75.1	82.3	-76.6
PSR	16.3	18.0	43.8	21.2	53.9
PBR	15.8	15.9	10.4	9.4	10.5
EBITDA(십억원)	3.2	-0.0	-26.4	21.6	-23.2
EV/EBITDA	329.1	-38,357.7	-62.2	75.5	-71.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	-3.7	-19.4	11.0	-11.3
EBITDA이익률	4.8	0.0	-65.2	25.7	-70.3
부채비율	166.4	116.2	39.4	30.6	29.0
금융비용부담률	2.0	3.3	0.9	0.5	1.4
이자보상배율(x)	0.7	-1.2	-83.3	44.5	-56.9
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)					

삼성바이오로직스 (207940) 5공장의 실체가 구체화될 2025년

Analyst 김준영 02. 6454-4877
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	1,300,000원
현재주가 (11.5)	1,008,000원
상승여력	29.0%

KOSPI	2,576.88pt
시가총액	717,434억원
발행주식수	7,117만주
유동주식비율	24.76%
외국인비중	13.37%
52주 최고/최저가	1,091,000원/698,000원
평균거래대금	1,108.4억원

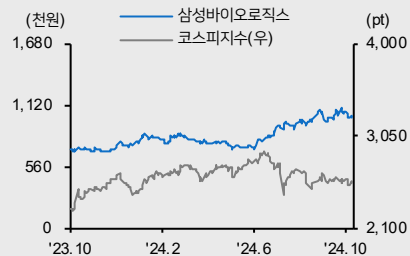
주요주주(%)

삼성물산 외 3 인	74.35
국민연금공단	6.68

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	30.7	
상대주가	0.6	35.8	

주가그래프



코앞으로 다가온 Biosecure Act

- 9/9 하원 전체 회의에서 찬성 306, 반대 81로 통과. 이후 상원 전체회의 및 대통령 서명만 남은 상황
- 중국 의존도를 낮추려는 빅파마의 의지가 견고해지는 상황 속 수주 문의는 CMO 50%, CDO 100% 증가

투자 의견 Buy, 적정주가 130만원 유지

- 적정주가는 SOTP 방식으로 별도 삼성바이오로직스의 CDMO 사업 가치와 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 사업 가치를 합산하여 산정
- Biosecure Act의 수혜는 중장기적 관점으로 바라보는 것이 맞으나 단기적으로 수주 계약 규모의 빈도, 규모가 증가할 가능성 존재
- 4공장은 빠르게 ramp-up 중이며, 25년 4월 5공장 완공 예정
- 24년 대규모 수주 계약이 계속적으로 발생하며 5공장 Ramp-up 또한 빠르게 진행 중일 것으로 예상, 이에 따라 6공장 착공 시기가 앞당겨질 가능성 존재
- 단일 항체, 이중 항체, ADC 등 항체 의약품 시장의 성장은 글로벌 항체 생산 능력을 갖춘 동사의 실적 성장에 기여할 것으로 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,437.3	968.1	686.8	9,820	55.4	102,518	83.6	8.0	49.7	12.8	66.7
2023	2,938.8	1,204.2	945.9	13,290	35.3	115,753	57.2	6.6	36.6	12.2	43.6
2024E	3,572.3	1,284.7	1,032.3	14,504	9.1	130,245	69.5	7.7	44.8	11.8	39.6
2025E	4,145.8	1,723.7	1,385.1	19,461	34.2	149,706	51.8	6.7	34.1	13.9	34.5
2026E	4,875.3	2,097.6	1,674.8	23,531	20.9	173,236	42.8	5.8	27.9	14.6	29.4

삼성바이오로직스 실적 추정 및 전망

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

삼성바이오로직스(연결) 분기 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	720.9	866.2	1,034.0	1,073.5	946.9	992.5	1,187.1	1,234.7	3,694.6	4,525.6	5,303.4
% YoY	41.0	33.0	18.4	11.2	31.3	14.6	14.8	15.0	23.1	22.5	17.2
삼성바이오로직스 별도	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	726.5	1,067.1	1,025.5	2,938.8	3,572.3	4,145.8
% YoY	15.6	26.5	30.8	10.7	13.3	14.0	20.9	23.9	20.6	21.6	16.1
삼성바이오에피스	213.4	255.9	262.1	288.9	280.1	422.2	330.3	366.9	1,020.3	1,507.2	1,543.4
% YoY	7.2	9.9	(2.9)	18.1	31.3	65.0	26.0	27.0	7.8	47.7	2.4
연결조정	83.5	26.9	110.8	43.3	2.7	156.2	210.3	157.8	264.5	553.9	385.9
매출총이익	342.5	427.2	501.8	531.3	420.2	464.3	544.1	530.9	1,802.8	2,153.0	2,651.7
GPM (%)	47.5	49.3	48.5	49.5	44.4	46.8	45.8	43.0	48.8	47.6	50.0
영업이익	191.7	253.4	318.5	350.0	221.3	263.8	338.6	269.2	1,113.7	1,263.6	1,691.4
% YoY	8.7	49.4	(1.9)	11.9	15.4	4.1	6.3	(23.1)	13.2	13.5	33.9
OPM (%)	26.6	29.3	30.8	32.6	23.4	26.6	28.5	21.8	30.1	27.9	31.9
당기순이익	141.8	184.9	240.4	290.7	179.4	204.3	264.5	217.5	857.7	979.4	1,343.3
% YoY	(3.5)	21.6	86.1	(21.4)	26.5	10.5	10.0	(25.2)	7.5	14.2	37.2
NPM (%)	19.7	21.3	23.2	27.1	18.9	20.6	22.3	17.6	23.2	21.6	25.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 적정주가 산출

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

삼성바이오로직스 적정주가 산출

(십억원)		비고
별도 삼성바이오로직스 가치 (A)	77,987.8	
2026년 EBITDA	2,489.6	
타겟 EV/EBITDA	31.3	글로벌 피어(Lonza, Catalent)의 평균 EV/EBITDA 40% 프리미엄 부여
삼성바이오에피스 가치 (B)	8,781.9	
12개월 선행 EBITDA	443.5	
타겟 EV/EBITDA	19.8	Viatris 바이오시밀러 사업 매각 밸류에이션의 20% 프리미엄 부여
순 차입금 (C)	- 776.2	2024년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	87,545.8	
주식수 (E)	71,174 천주	유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	1,300,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

Peer Group Valuation Table

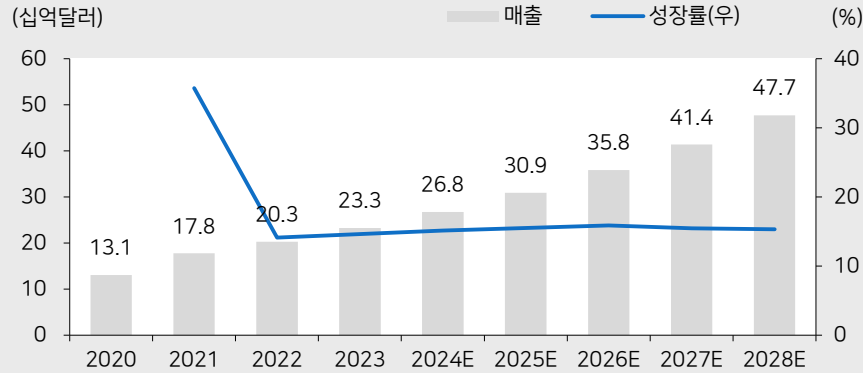
(십억원)	시가총액 (조원)	P/E (배)		P/B (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		매출액		영업이익	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Lonza	63.0	39.4	32.8	4.1	3.9	21.9	18.4	9.6	11.3	10,574	12,419	1,965	2,379
Catalent	14.7	425.3	48.1	2.8	2.9	17.1	14.4	0.6	6.2	5,911	6,377	403	647
Wuxi Biologics	12.7	18.8	16.1	1.5	1.3	11.2	9.6	8.1	8.7	3,455	3,880	854	1,007
삼성바이오로직스	71.7	70.1	58.2	6.6	5.9	38.7	32.9	9.9	10.7	4,500	5,164	1,333	1,592
평균		138.4	38.8	3.8	3.5	23.5	20.4	7.1	9.2				

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

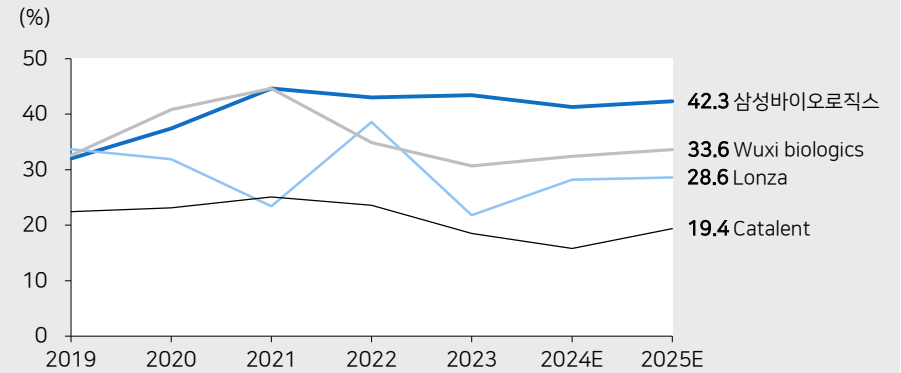
CDMO 시장 크기 및 피어 그룹내 비교

025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

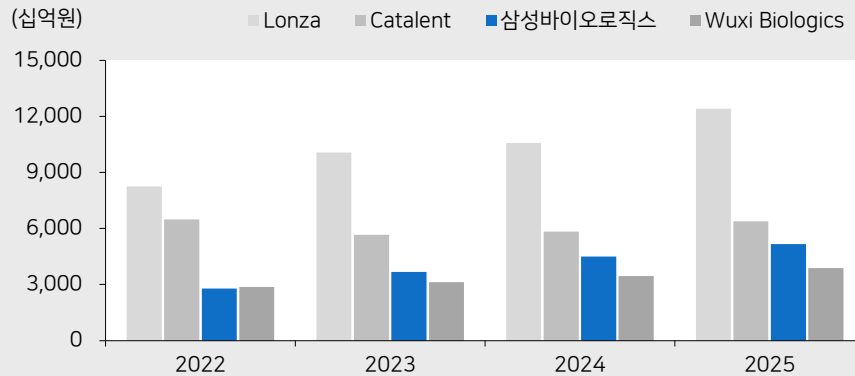
CDMO 시장 크기



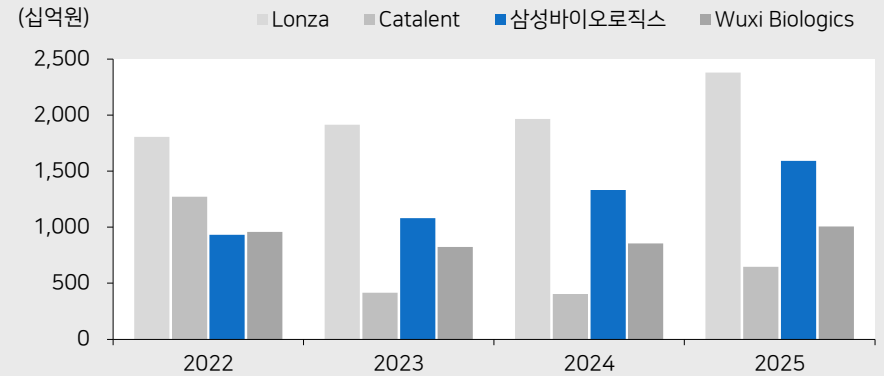
EBITDA margin



매출액



영업이익



자료: Dart, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 공장 및 수주 현황

025년 전망 시리즈 12

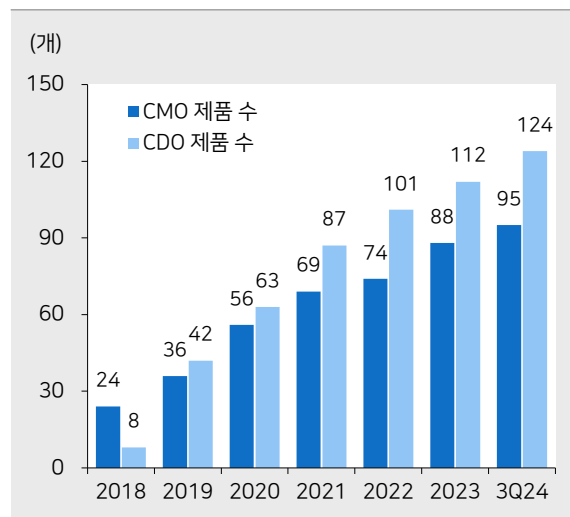
제약/바이오

삼성바이오로직스 공장 시설 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
규모	30,000L = 5,000L × 6	154,000L = 15,000L × 10 1,000L × 4	180,000L = 15,000L × 12	240,000L = 15,000L × 12 10,000L × 6	180,000L = 15,000L × 12
공사 기간	25개월	29개월	35개월	31개월	24개월 목표
공사 비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	1조 7,400억원	1조 9,800억원
가동 현황	생산	생산	생산	생산	건설 중, 25년 4월 완공 목표

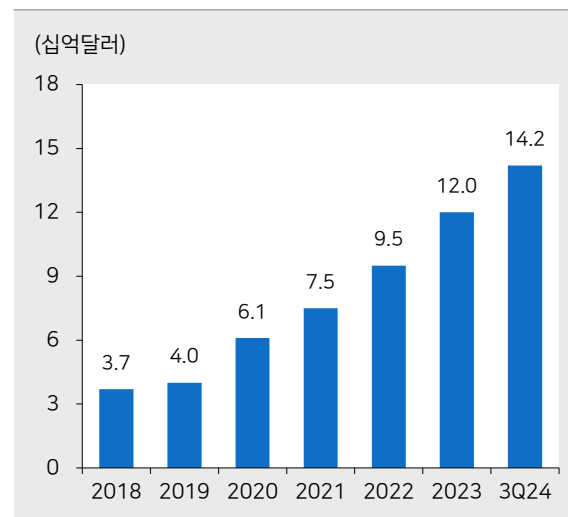
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 누적 수주 제품 수



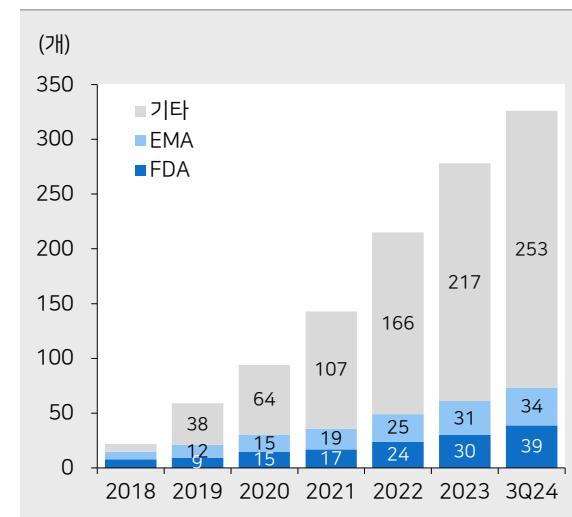
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 누적 수주 금액



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

해외 규제기관 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 파이프라인 현황

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

삼성바이오로직스 파이프라인 현황

- 9월, SB15(bEylea) CHMP 품목허가 긍정 의견 획득
- 7월, SB12(bSoliris) 미국 품목허가 승인

First Mover / Second Mover												
Indication		자가 면역 질환				종양 질환			안질환		혈액 질환	골격계 질환
프로젝트		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
오리지널		Enbrel® (Etanercept)	Remicade® (Infliximab)	Humira® (Adalimumab)	Stelara® (Ustekinumab)	Herceptin® (Trastuzumab)	Avastin® (Bevacizumab)	Keytruda® (Pembrolizumab)	Lucentis® (Ranibizumab)	Eylea® (Aflibercept)	Soliris® (Eculizumab)	Prolia® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	유럽 출시 / 미국 승인 (‘24.6월)	출시	출시	1상(‘24.2월) / 3상(‘24.4월) 진행 중	출시	미국 승인 (‘24.5월)	유럽 출시 / 미국 승인 (‘24.7월)	3상 완료
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	-	Epysqli	-
	US	Eticovo (IC, ‘24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, ‘24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, ‘23.10월)	Opuviz (IC, ‘24.5월)	Epysqli	-
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen (‘16)	Biogen (‘16)	Biogen (‘18)	Sandoz (‘24.7월)	Organon (‘18)	Organon (‘20)	-	Biogen (‘23)	Biogen	Samsung Bioepis (‘23)	-
	US	-	Organon (‘17)	Organon (‘23)	Sandoz	Organon (‘20)	-	-	Biogen (‘22)	Biogen	-	-

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,437.3	2,938.8	3,572.3	4,145.8	4,875.3
매출액증가율(%)	55.4	20.6	21.6	16.1	17.6
매출원가	1,237.1	1,448.4	1,944.8	2,049.7	2,350.8
매출총이익	1,200.2	1,490.4	1,627.5	2,096.1	2,524.4
판매비와관리비	232.2	286.2	342.8	372.4	426.8
영업이익	968.1	1,204.2	1,284.7	1,723.7	2,097.6
영업이익률(%)	39.7	41.0	36.0	41.6	43.0
금융손익	-43.8	24.9	65.1	66.5	66.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-4.9	-2.0	-3.0	-3.2
세전계속사업이익	922.9	1,224.2	1,347.8	1,787.2	2,161.0
법인세비용	236.1	278.3	315.5	402.1	486.2
당기순이익	686.8	945.9	1,032.3	1,385.1	1,674.8
지배주주지분 순이익	686.8	945.9	1,032.3	1,385.1	1,674.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,919.4	4,070.4	4,471.5	5,408.8	6,639.3
현금및현금성자산	758.0	230.8	743.3	1,111.5	1,652.4
매출채권	504.0	390.0	429.3	472.2	543.0
재고자산	1,243.2	1,678.6	2,014.3	2,417.2	2,900.6
비유동자산	7,246.5	7,760.9	8,471.8	8,920.1	9,309.7
유형자산	3,083.6	3,542.9	4,255.1	4,679.4	5,047.7
무형자산	39.4	53.8	68.2	82.2	93.4
투자자산	3,339.9	3,339.7	3,349.6	3,359.6	3,369.6
자산총계	12,165.8	11,831.3	12,943.4	14,329.0	15,949.0
유동부채	2,990.7	2,954.3	3,154.7	3,134.3	3,122.9
매입채무	48.8	171.4	205.7	246.9	296.2
단기차입금	50.0	220.0	210.0	169.2	128.8
유동성장기부채	468.0	588.4	581.4	560.6	540.2
비유동부채	1,878.6	638.4	518.6	539.5	496.2
사채	499.1	119.8	115.2	105.7	95.9
장기차입금	246.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,869.2	3,592.6	3,673.3	3,673.8	3,619.1
자본금	177.9	177.9	177.9	177.9	177.9
자본잉여금	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4
기타포괄이익누계액	-6.7	-10.6	-11.5	-11.5	-11.5
이익잉여금	1,453.0	2,398.9	3,431.2	4,816.3	6,491.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	7,296.6	8,238.6	9,270.0	10,655.2	12,329.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	831.1	1,418.2	1,263.5	1,349.4	1,533.4
당기순이익(손실)	686.8	945.9	1,032.3	1,385.1	1,674.8
유형자산감가상각비	173.3	245.5	285.0	325.7	381.7
무형자산상각비	7.5	9.4	13.8	18.0	20.8
운전자본의 증감	-270.6	117.6	-56.7	-379.4	-543.8
투자활동 현금흐름	-3,224.4	-1,461.1	-688.2	-910.1	-921.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-948.1	-976.2	-554.1	-750.0	-750.0
투자자산의 감소(증가)	-2,771.6	0.3	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금흐름	3,115.2	-491.9	-93.1	-71.1	-70.6
차입금증감	403.2	-462.0	-83.1	-71.1	-70.6
자본의증가	3,188.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	718.8	-527.2	512.5	368.2	540.9
기초현금	39.2	758.0	230.8	743.3	1,111.5
기말현금	758.0	230.8	743.3	1,111.5	1,652.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	34,849	41,290	50,191	58,249	68,498
EPS(지배주주)	9,820	13,290	14,504	19,461	23,531
CFPS	17,829	21,268	22,739	29,248	35,047
EBITDAPS	16,427	20,500	22,248	29,047	35,127
BPS	102,518	115,753	130,245	149,706	173,236
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	83.6	57.2	69.5	51.8	42.8
PCR	46.0	35.7	44.3	34.5	28.8
PSR	23.6	18.4	20.1	17.3	14.7
PBR	8.0	6.6	7.7	6.7	5.8
EBITDA(십억원)	1,148.8	1,459.1	1,583.5	2,067.4	2,500.1
EV/EBITDA	49.7	36.6	44.8	34.1	27.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.8	12.2	11.8	13.9	14.6
EBITDA이익률	47.1	49.6	44.3	49.9	51.3
부채비율	66.7	43.6	39.6	34.5	29.4
금융비용부담률	2.0	1.9	0.6	0.3	0.3
이자보상배율(x)	20.0	21.6	60.2	129.7	168.6
매출채권회전율(x)	5.6	6.6	8.7	9.2	9.6
재고자산회전율(x)	2.2	2.0	1.9	1.9	1.8

SK바이오팜 (326030) 멈출 줄 모르는 엑스코프리

Analyst 김준영 02. 6454-4877
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	150,000원
현재주가 (11.5)	119,000원
상승여력	26.1%

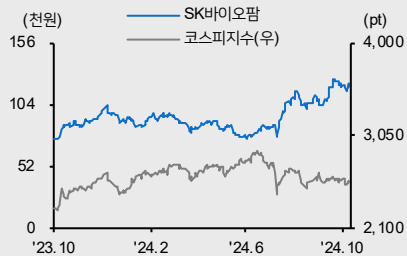
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	93,193억원
발행주식수	7,831만주
유동주식비율	33.98%
외국인비중	12.37%
52주 최고/최저가	125,900원/75,700원
평균거래대금	468.3억원

주요주주(%)

SK 외 6 인	64.04
국민연금공단	6.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.9	37.4	
상대주가	9.6	42.7	

주가그래프



엑스코프리 성장세는 지속 중

- 달러 환율이 높게 유지되고 엑스코프리 처방 성장세가 지속되며 고성장 기조 유지할 것으로 예상
- 높은 마진을 바탕으로 레버리지 효과는 극대화될 것으로 전망

투자 의견 Buy, 적정주가 15만원으로 상향

- 기존 DCF valuation에서 EV/EBITDA 멀티플을 적용한 valuation으로 변경하며 적정주가 15만원으로 상향
- 글로벌 시장에서 매출을 기록 혹은 기록할 것이 가시화되고 있는 셀트리온, 녹십자, 유한양행을 피어 그룹으로 선정하여 타겟 멀티플 x28.4 선정
- 25년 도입될 것으로 예상되는 2nd Product
- 부분 발작(PGTC) 및 2-17세 환자 대상 임상 3상 결과는 25년 확인 예상, 이후 환자군 확보를 통해 성장세 계속될 것으로 전망
- 8월 공개되었던 RPT(방사성의약품) 파이프라인과 더불어 프로테오반트를 인수하며 확보한 TPD(표적단백질분해제) 파이프라인 향후 공개 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	246.2	-131.1	-139.4	-1,780	적전	4,042	-40.5	17.8	-46.5	-36.7	109.8
2023	354.9	-37.5	-32.9	-420	적지	3,623	-239.1	27.7	-352.9	-11.0	125.3
2024E	540.6	97.4	94.6	1,209	흑전	5,004	98.5	23.8	80.9	28.0	102.3
2025E	692.2	203.3	179.7	2,294		7,299	51.9	16.3	41.7	37.3	74.7
2026E	931.0	379.6	338.5	4,323		11,621	27.5	10.2	22.4	45.7	49.6

SK바이오팜 실적 추정 및 전망

2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

SK바이오팜 분기 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	60.8	77.0	90.3	126.8	114.0	134.0	137.3	155.3	354.9	540.6	692.2
% YoY	87.6	57.1	43.2	5.4	29.0	21.6	37.2	23.3	44.2	52.3	28.0
Xcopri(US)	53.9	63.4	75.7	77.7	90.9	105.2	121.7	123.2	270.7	441.1	622.2
DP/API	0.2	5.0	1.2	5.3	8.2	5.1	3.6	5.1	11.7	22.0	25.0
용역수익	6.8	8.5	13.4	43.8	14.9	23.7	12.0	27.0	72.5	77.6	45.0
매출총이익	56.9	67.6	83.5	112.8	102.0	125.3	127.2	142.1	320.8	496.6	642.8
% YoY	61.8	48.7	10.5	116.1	79.4	85.2	52.3	26.0	53.9	54.8	29.4
GPM (%)	93.5	87.8	92.5	89.0	89.5	93.5	92.7	91.5	90.4	91.9	92.9
영업이익	(22.7)	(18.9)	(10.7)	14.8	10.3	26.1	23.0	36.8	(37.5)	96.2	198.9
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	148.8	적지	흑전	106.9
OPM (%)	-	-	-	11.7	9.0	19.4	16.8	23.7	-	17.8	28.7
당기순이익	(2.4)	(23.3)	(18.4)	8.8	9.7	24.6	17.6	28.1	(35.4)	79.9	153.1
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	220.7	적지	흑전	91.6
NPM (%)	-	-	-	6.9	8.5	18.3	12.8	18.1	-	14.8	22.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK바이오팜 적정주가 산출

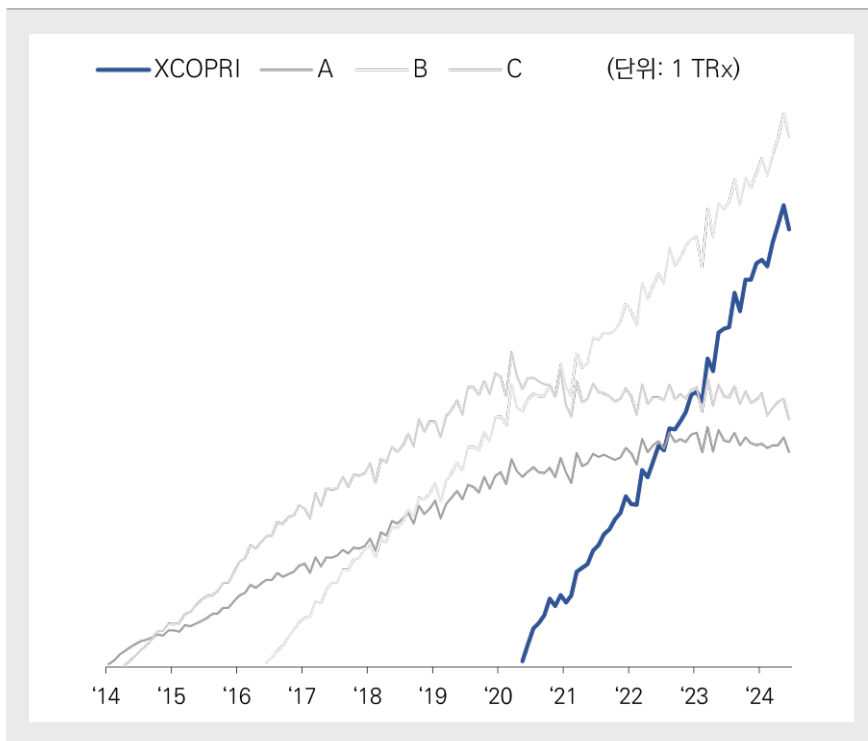
(십억원)	비고	
SK바이오팜의 영업가치 (A)	11,118.9	
2026년 EBITDA	388.9	
타겟 EV/EBITDA	28.4	국내 피어(유한양행, 셀트리온, 녹십자)의 평균 EV/EBITDA
순 차입금 (B)	- 266.1	2025년 말 기준
주주가치 (C=A-B)	11,385.0	
주식수 (D)	78,313 천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=C/D)	150,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK바이오팜 매출 현황 및 엑스코프리 추이

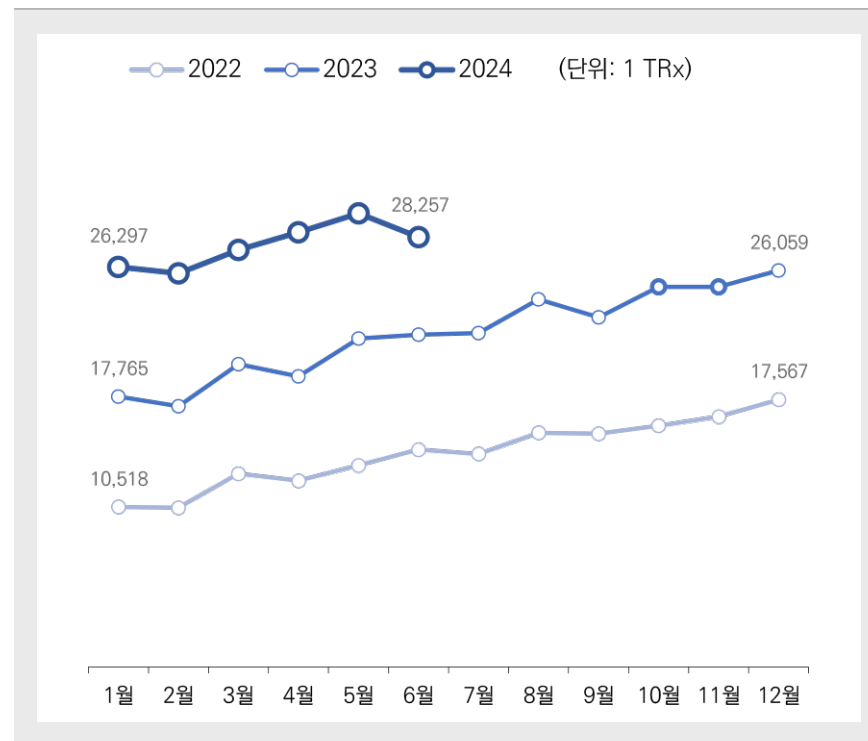
2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

경쟁 신약 TRx 추이



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

XCOPRI 분기별 TRx 추이

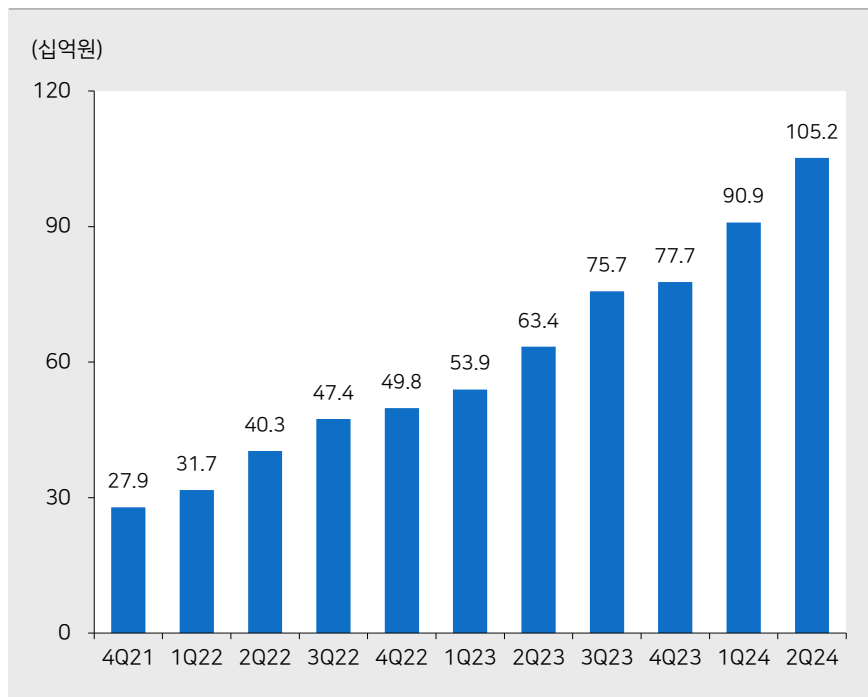


자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

SK바이오팜 매출 현황 및 엑스코프리 추이

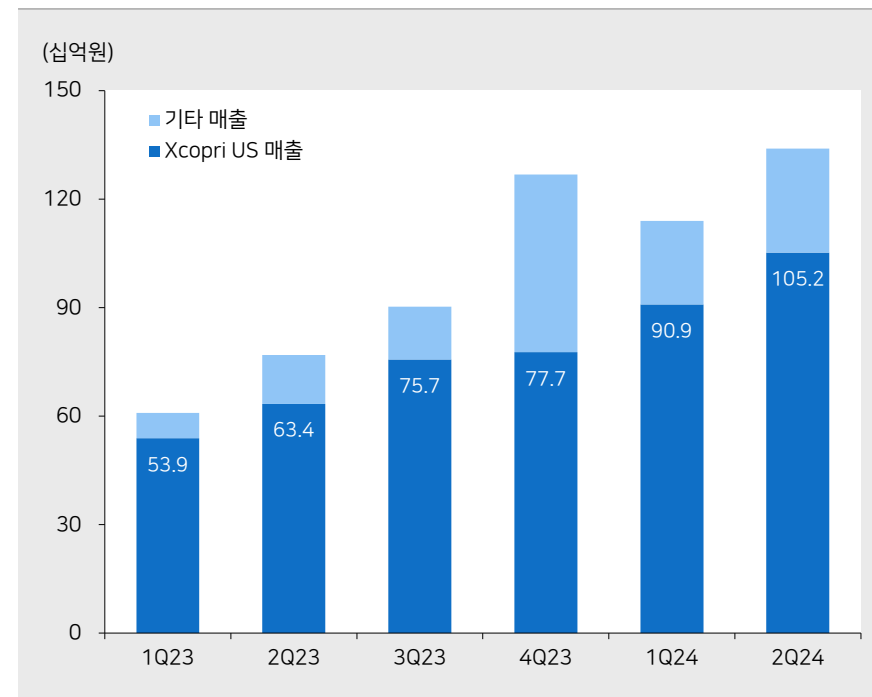
2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

엑스코프리 US 분기별 매출 추이



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

엑스코프리 US 매출 및 총 매출 추이



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

SK바이오팜 파이프라인 현황

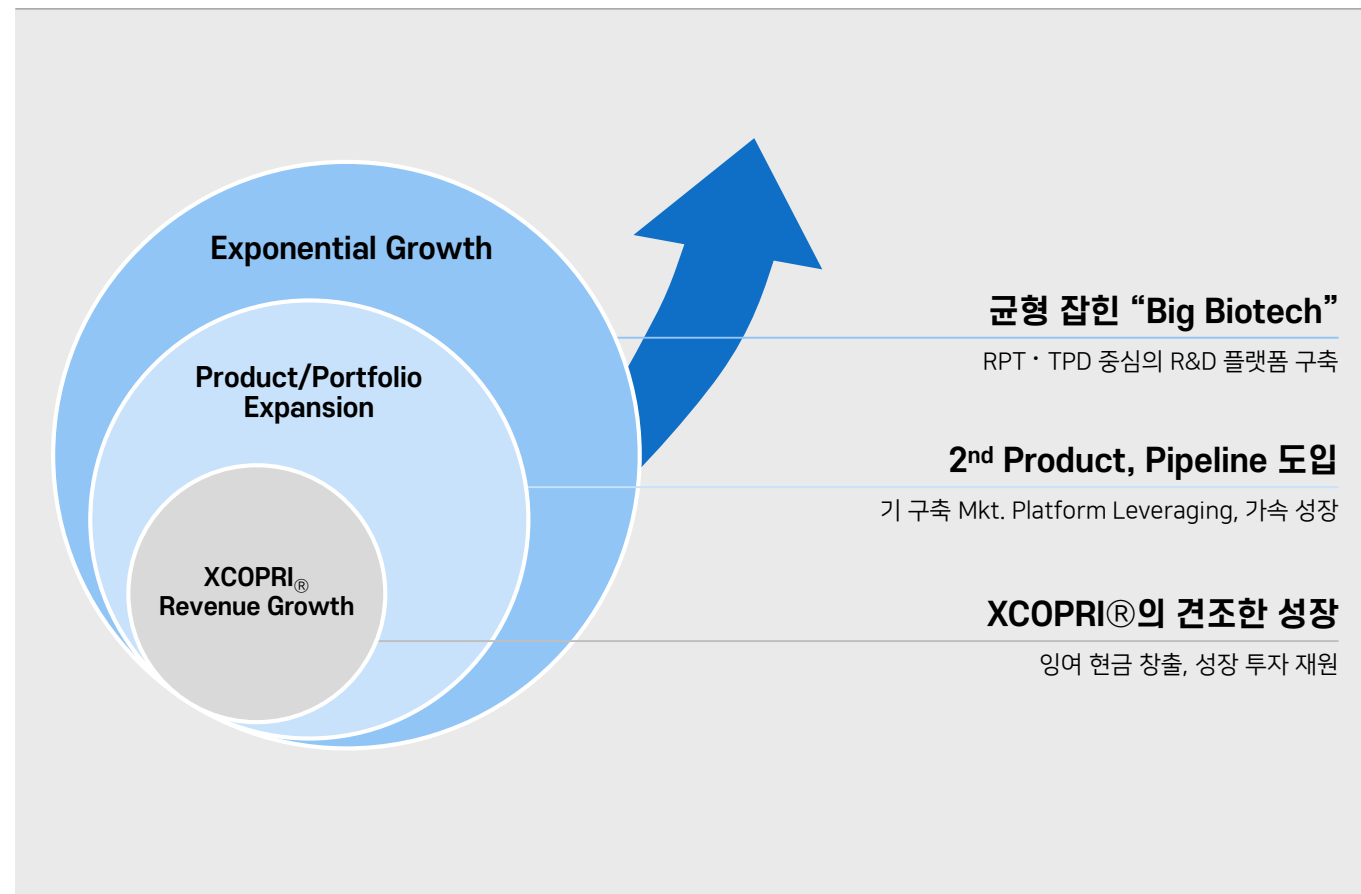
2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

SK바이오팜 파이프라인 현황

	프로젝트	적응증	Research	IND	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	시판허가
상업화 완료 파이프라인	Cenobamate	뇌전증 – POS							
		뇌전증 – POS (Asia Expansion)						Phase 3	
		뇌전증 – PGTC Seizures						Phase 3	
	Solriamfetol (L/O to Axsome)	수면장애 (기면증 / 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증)							
차세대 파이프라인	Carisbamate	레녹스-가스토 증후군 (희귀 소아 뇌전증)							
	SKL24741	뇌전증							
	SKL27969	표적 항암제 (PRMT-5 선택적 억제)							
	Relenopride	희귀 신경계 질환							
	SKL13865	집중력 장애							
	SKL20540	조현병							
	SKL-PSY	조울증							

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK바이오팜 파이프라인 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	246.2	354.9	540.6	692.2	931.0
매출액증가율(%)	-41.2	44.2	52.3	28.0	34.5
매출원가	37.8	34.1	44.0	49.5	63.2
매출총이익	208.4	320.8	496.6	642.8	867.8
판매비와관리비	339.5	358.3	399.2	439.5	488.2
영업이익	-131.1	-37.5	97.4	203.3	379.6
영업이익률(%)	-53.2	-10.6	18.0	29.4	40.8
금융손익	-0.5	0.1	8.3	7.9	7.8
종속/관계기업관련손익	-10.4	0.6	-24.6	-25.4	-25.6
기타영업외손익	-0.4	-7.0	-0.4	-1.2	-1.4
세전계속사업이익	-142.5	-43.9	80.8	184.5	360.3
법인세비용	-3.0	-8.5	-0.4	27.7	64.9
당기순이익	-139.4	-35.4	81.1	156.8	295.5
지배주주지분 순이익	-139.4	-32.9	94.6	179.7	338.5

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	487.9	488.7	610.9	768.7	1,063.4
현금및현금성자산	104.1	239.7	321.8	431.1	645.8
매출채권	63.5	111.0	136.0	167.7	229.0
재고자산	90.9	102.5	112.8	124.1	136.5
비유동자산	176.3	234.5	235.5	235.9	239.4
유형자산	20.4	47.8	42.2	37.3	33.6
무형자산	17.2	27.0	22.3	18.4	15.3
투자자산	100.0	104.2	108.3	117.6	127.9
자산총계	664.2	723.2	846.4	1,004.6	1,302.7
유동부채	163.1	241.6	335.5	335.4	335.0
매입채무	23.1	2.4	2.8	3.4	4.1
단기차입금	0.0	50.0	41.4	24.2	3.4
유동성장기부채	5.6	7.1	100.6	92.6	84.6
비유동부채	184.6	160.6	92.5	94.0	97.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	143.7	94.5	25.0	25.0	25.0
부채총계	347.7	402.2	428.0	429.4	432.1
자본금	39.2	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9
기타포괄이익누계액	12.4	13.5	27.2	27.2	27.2
이익잉여금	-827.6	-861.6	-767.0	-587.4	-248.8
비지배주주지분	0.0	37.3	26.5	3.6	-39.4
자본총계	316.6	321.0	418.4	575.2	870.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-159.9	-94.2	77.4	148.9	259.0
당기순이익(손실)	-139.4	-35.4	81.1	156.8	295.5
유형자산감가상각비	7.9	9.5	11.1	10.0	9.0
무형자산상각비	5.1	5.9	5.4	3.9	3.1
운전자본의 증감	-65.7	-75.6	-29.2	-21.9	-48.6
투자활동 현금흐름	-95.7	225.3	-6.4	-14.4	-15.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.9	-2.4	-2.9	-5.1	-5.2
투자자산의 감소(증가)	-7.3	-15.7	-15.2	-9.3	-10.3
재무활동 현금흐름	134.9	6.6	8.8	-25.2	-28.8
차입금증감	140.2	22.2	15.6	-25.2	-28.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-121.9	135.6	82.1	109.3	214.7
기초현금	225.9	104.1	239.7	321.8	431.1
기말현금	104.1	239.7	321.8	431.1	645.8

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	3,144	4,532	6,904	8,839	11,888
EPS(지배주주)	-1,780	-420	1,209	2,294	4,323
CFPS	-1,157	-184	1,464	2,479	4,603
EBITDAPS	-1,508	-284	1,455	2,774	5,001
BPS	4,042	3,623	5,004	7,299	11,621
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-40.5	-239.1	98.5	51.9	27.5
PCR	-62.3	-545.4	81.3	48.0	25.9
PSR	22.9	22.2	17.2	13.5	10.0
PBR	17.8	27.7	23.8	16.3	10.2
EBITDA(십억원)	-118.1	-22.2	114.0	217.2	391.6
EV/EBITDA	-46.5	-352.9	80.9	41.7	22.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-36.7	-11.0	28.0	37.3	45.7
EBITDA이익률	-48.0	-6.3	21.1	31.4	42.1
부채비율	109.8	125.3	102.3	74.7	49.6
금융비용부담률	1.5	2.3	2.1	1.5	1.0
이자보상배율(x)	-35.3	-4.5	8.7	19.0	41.6
매출채권회전율(x)	4.1	4.1	4.4	4.6	4.7
재고자산회전율(x)	3.4	3.7	5.0	5.8	7.1

유한양행 (000100) 기대, 설렘, 걱정이 공존하는 렉라자

Analyst 김준영 02. 6454-4877
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	190,000원
현재주가(11.5)	136,000원
상승여력	39.7%

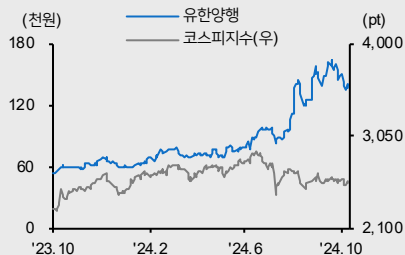
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	109,084억원
발행주식수	8,021만주
유동주식비율	68.68%
외국인비중	20.88%
52주 최고/최저가	163,700원/56,851원
평균거래대금	5,565.4억원

주요주주(%)

유한재단 외 2인	15.92
국민연금공단	7.76
유한학원	7.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	89.2	
상대주가	-7.9	96.5	

주가그래프



블록버스터 유망주, 렉라자

- EGFR 변이 NSCLC(비소세포폐암) 1차 치료제 병용 요법으로 8/21 FDA 승인
- 미국 FDA 승인에 따라 3분기 Janssen으로 부터 마일스톤 6,000만 달러(약 804억원) 수령
- 1차 치료제 시장 점유율을 높이기 위해서는 부작용 관리 및 렉라자/리브레반트 병용 요법 실패 이후의 치료 옵션 확보가 주요할 것으로 판단

투자의견 Buy, 적정주가 19만원으로 상향

- 렉라자 FDA 승인에 따라 피어 그룹을 기존 전통 제약사에서 글로벌 시장에 진출한 셀트리온, SK바이오팜, 녹십자를 피어 그룹으로 선정하여 EV/EBITDA 멀티플 적용 및 블록버스터 기대감으로 인한 프리미엄 30%를 부여하여 적정주가 19만원으로 상향
- 블록버스터로의 기대감이 매출로 증명 되지 못할 경우 프리미엄이 사라지며 주가가 하락할 위험과 25년 공개될 OS(전체생존기간) 데이터에 따라 점유율 상승에 따른 렉라자 가치 상승 모멘텀이 공존하는 상황
- 다만 25년 상반기에 확인할 매출은 시장에 도입된 지 얼마 지나지 않아 확인되는 매출이기에 영향력은 미비할 것으로 판단
- 25년 상반기 주목할 모멘텀은 최종 OS 결과 확인과 유럽/중국/일본 승인에 따른 마일스톤 수령 여부

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,775.9	36.0	95.1	1,180	-8.7	24,399	46.4	2.2	50.9	4.9	23.2
2023	1,859.0	56.8	136.1	1,690	48.1	25,201	40.7	2.7	52.7	6.7	33.9
2024E	2,055.6	88.3	116.4	1,444	-15.0	26,077	94.2	5.2	70.7	5.6	33.8
2025E	2,265.8	161.3	178.6	2,221	56.3	27,875	61.2	4.9	46.8	8.1	31.8
2026E	2,349.6	210.2	219.5	2,730	22.9	30,176	49.8	4.5	38.4	9.3	29.8

유한양행 실적 추정 및 전망

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

유한양행 분기 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	528.3	598.8	483.9	1859.0	2,055.6	2,265.8
% YoY	7.8	2.6	11.9	(3.0)	0.3	6.6	24.0	10.7	4.7	10.6	10.2
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	18.5	47.6	21.6	56.8	88.3	161.3
% YoY	271.0	61.2	흑전	(66.1)	(97.4)	(32.1)	5306.6	263.6	57.5	55.6	82.6
OPM (%)	5.1	5.5	0.2	1.4	0.1	3.5	7.9	4.5	3.1	4.3	7.1
당기순이익	22.3	8.6	19.0	84.1	10.8	31.9	35.5	36.7	134.0	114.9	179.2
% YoY	38.6	(73.9)	243.3	133.4	(51.5)	271.0	86.9	(56.4)	48.0	(14.2)	55.9
NPM (%)	5.0	1.7	3.9	19.2	2.4	6.0	5.9	7.6	7.2	5.6	7.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

유한양행 적정주가 산출

(십억원)	Value	비고
유한양행의 영업 가치 (A)	8,452.5	글로벌 매출 달성 기업(셀트리온, SK바이오팜, 녹십자) 12mth forward EV/EBITDA 22.8배에 프리미엄 30% 부여
유한양행의 신약 가치 (B)	4,654.0	DCF valuation
1) Lazertinib	3,690.6	신약 승인에 따른 성공확률 100% 반영하며 9.8% 가치 상향
2) YH35324	476.1	
3) YH25724	487.3	
유한양행의 지분 가치 (C)	807.8	
유한화학(100%)	128.4	장부가
유한킴벌리(30%)	205.6	장부가
기타	473.8	장부가
순 차입금 (D)	-97.3	2025년 말 기준
주주가치 (E=A+B+C-D)	14,011.5	
주식수 (F)	70,260천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=E/F)	190,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

렉라자 신약 가치 추정

2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

렉라자(병용 요법) 신약 가치 추정(1)

(명)	가정	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
폐암 미국 환자	1.8%	234,580	238,802	243,101	247,477	251,931	256,466	261,082	265,782	270,566	275,436	280,394
NSCLC 미국 환자	85%	199,393	202,982	206,636	210,355	214,142	217,996	221,920	225,915	229,981	234,121	238,335
Advanced NSCLC	70%	139,575	142,087	144,645	147,249	149,899	152,597	155,344	158,140	160,987	163,885	166,834
EGFR 돌연변이 비율	23.9%	33,358	33,959	34,570	35,192	35,826	36,471	37,127	37,796	38,476	39,168	39,873
Exon 19 deletion/L858R	90.0%	30,023	30,563	31,113	31,673	32,243	32,824	33,415	34,016	34,628	35,252	35,886
점유율		1%	7%	18%	28%	35%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
미국 매출액(백만달러)		42.2	306.4	818.1	1,321.3	1,715.0	2,035.2	2,113.3	2,194.4	2,278.6	2,366.0	2,456.7
폐암 유럽 환자	1.5%		342,929	348,073	353,294	358,593	363,972	369,431	374,973	380,598	386,307	392,101
NSCLC 유럽 환자	85%		291,489	295,862	300,300	304,804	309,376	314,017	318,727	323,508	328,361	333,286
Advanced NSCLC	70%		204,043	207,103	210,210	213,363	216,563	219,812	223,109	226,456	229,852	233,300
EGFR 돌연변이 비율	14.1%		28,770	29,202	29,640	30,084	30,535	30,993	31,458	31,930	32,409	32,895
Exon 19 deletion/L858R	90.0%		25,893	26,281	26,676	27,076	27,482	27,894	28,313	28,737	29,168	29,606
점유율			5%	15%	25%	34%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
유럽 매출액(백만달러)			118.7	368.5	635.9	895.4	1,090.6	1,129.1	1,168.9	1,210.2	1,252.9	1,297.1

주: 신약 출시 시점 - 미국 2024년, 유럽 2025년 가정

약가 - 미국 렉라자(Lazcluze) 연간 WAC(Wholesale Acquisition Cost) \$216,000에 35% 할인 부여, 유럽 NICE 타그리소 약가 192.34 pound/tablet, 인상률 2.0%, 최대 점유율 40% 가정

미국 환자수, 증가율, NSCLC 비율, Advanced NSCLC 비율 - ACS cancer facts & figures 2024

유럽 환자수, 증가율 - Lung cancer burden in EU-27 2021

국가별 EGFR 돌연변이 비율 - Zhang YL, et al. Oncotarget 2016

Exon19 deletion/L858R substitution 비율 - Koyama N, et al. Chemotherapy 2017

자료: 메리츠증권 리서치센터

렉라자 신약 가치 추정

2025년 전망 시리즈 12

제약/바이오

렉라자(병용 요법) 신약 가치 추정(2)

(명)	가정	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
폐암 중국 환자	1.1%	913,673	923,723	933,884	944,157	954,543	965,043	975,658	986,390	997,241	1,008,210	
NSCLC 중국 환자	85%	776,622	785,165	793,802	802,533	811,361	820,286	829,309	838,432	847,655	856,979	
Advanced NSCLC	70%	543,635	549,615	555,661	561,773	567,953	574,200	580,517	586,902	593,358	599,885	
EGFR 돌연변이 비율	38.4%	208,756	211,052	213,374	215,721	218,094	220,493	222,918	225,370	227,850	230,356	
Exon 19 deletion/L858R	90.0%	187,880	189,947	192,036	194,149	196,285	198,444	200,627	202,833	205,065	207,320	
점유율		3%	7%	15%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
중국 매출액 (백만달러)		142.0	328.3	697.0	920.7	912.2	903.8	895.5	887.2	879.0	870.9	
폐암 일본 환자	0.8%	135,284	136,366	137,457	138,557	139,665	140,783	141,909	143,044	144,188	145,342	
NSCLC 일본 환자	85%	114,991	115,911	116,839	117,773	118,715	119,665	120,622	121,587	122,560	123,541	
Advanced NSCLC	70%	80,494	81,138	81,787	82,441	83,101	83,766	84,436	85,111	85,792	86,478	
EGFR 돌연변이 비율	36.6%	29,461	29,696	29,934	30,173	30,415	30,658	30,903	31,151	31,400	31,651	
Exon 19 deletion/L858R	90.0%	26,515	26,727	26,941	27,156	27,373	27,592	27,813	28,036	28,260	28,486	
점유율		3%	7%	15%	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
일본 매출액 (백만달러)		33.8	77.9	164.8	217.1	268.0	264.8	261.5	258.4	255.2	252.1	
총 매출액 (백만달러)		42.2	600.8	1,592.7	2,819.0	3,748.2	4,306.1	4,411.0	4,520.3	4,634.3	4,753.1	4,876.9
로열티수익 (백만달러)		5.5	78.1	207.1	366.5	487.3	559.8	573.4	587.6	602.5	617.9	634.0
원화환산수익 (이하 십억원)		7.1	101.5	269.2	476.4	633.4	727.7	745.5	763.9	783.2	803.3	824.2
법인세		1.4	20.3	53.8	95.3	126.7	145.5	149.1	152.8	156.6	160.7	164.8
FCF		5.7	81.2	215.3	381.1	506.8	582.2	596.4	611.1	626.6	642.6	659.4
PV of FCFF		5.7	76.2	189.6	314.9	392.9	423.6	407.2	391.5	376.7	362.5	349.0
NPV of FCFF	3,284.2											
Terminal value	5,415.2											
PV of Terminal value	2,866.7											
Total (신약 승인 확률 적용)	3,690.6											

주: 로열티 13%, 환율 1,300원, 법인세율 20%, 배분비율 60% 가정

신약 출시 시점 - 중국, 일본 2025년 가정.

약가 - 중국 NRDL 타그리스 약가 CNY 510/tablet, 일본 후생노동성 타그리스 약가 JPY 18,540/tablet, 인하율 2.0%, 최대 점유율 20% 가정

중국 환자수, 증가율 - Han Li, et al. Front. Med 2022

일본 환자수, 증가율 - 일본 후생노동성, Takashi kobayashi, et al. BMC pulmonary Medicine 2023

자료: 메리츠증권 리서치센터

유한양행 파이프라인 현황

2025년 전망 시리즈 12
제약/바이오

유한양행 파이프라인 현황

* Black 합성신약, Blue 바이오신약

약물	타겟	적응증	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Licensor	Licensee
LAZERTINIB	EGFR 돌연변이 3세대 TKI	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (J&J) 글로벌 3상					GENOSCO	Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	TGF-β	퇴행성 디스크						EnsolBio sciences	SpineBioPharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Process Pharmaceuticals
BI3006337	GLP-1/FGF21	MASH							Boehringer Ingelheim
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						G innovation	
YH32367	Her2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고셔병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등						ablbio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Ubix Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						cytus KANAMI	

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,775.9	1,859.0	2,055.6	2,265.8	2,349.6
매출액증가율(%)	5.2	4.7	10.6	10.2	3.7
매출원가	1,257.7	1,293.1	1,358.1	1,488.1	1,550.7
매출총이익	518.2	565.9	697.6	777.7	798.9
판매비와관리비	482.2	509.1	609.2	616.4	588.7
영업이익	36.0	56.8	88.3	161.3	210.2
영업이익률(%)	2.0	3.1	4.3	7.1	8.9
금융손익	-0.6	11.2	-7.3	-11.6	-10.9
중속/관계기업관련손익	56.8	55.6	61.4	61.7	61.9
기타영업외손익	2.7	11.1	6.1	10.8	11.9
세전계속사업이익	94.9	134.5	148.5	222.3	273.1
법인세비용	4.3	0.5	34.5	44.5	54.6
당기순이익	90.6	134.0	114.0	177.8	218.5
지배주주지분 순이익	95.1	136.1	116.4	178.6	219.5

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,188.9	1,256.5	1,331.5	1,416.6	1,547.3
현금및현금성자산	293.0	299.3	302.5	313.3	364.3
매출채권	496.7	559.0	598.1	640.0	684.8
재고자산	275.2	284.8	307.5	332.1	358.7
비유동자산	1,283.8	1,557.6	1,593.1	1,656.8	1,720.1
유형자산	355.0	522.9	567.4	616.0	664.5
무형자산	137.6	298.3	296.9	301.9	306.6
투자자산	621.9	571.6	566.4	576.4	586.6
자산총계	2,472.7	2,814.1	2,924.6	3,073.3	3,267.5
유동부채	434.2	583.2	620.6	629.2	642.3
매입채무	133.8	179.1	198.3	216.0	237.2
단기차입금	64.1	128.2	136.2	116.2	96.2
유동성장기부채	26.0	4.2	3.4	3.4	3.4
비유동부채	30.8	129.2	117.6	112.2	107.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.6	60.2	77.9	69.9	61.9
부채총계	464.9	712.3	738.2	741.4	749.3
자본금	74.4	77.8	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	116.1	113.9	101.8	101.8	101.8
기타포괄이익누계액	102.5	101.0	98.3	98.3	98.3
이익잉여금	1,902.4	1,975.4	2,059.9	2,206.3	2,393.6
비지배주주지분	22.0	50.6	64.0	63.2	62.2
자본총계	2,007.8	2,101.7	2,186.4	2,332.0	2,518.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	99.5	144.1	136.8	205.5	245.1
당기순이익(손실)	90.6	134.0	114.0	177.8	218.5
유형자산감가상각비	38.6	38.5	51.5	59.4	59.5
무형자산상각비	4.5	6.2	16.6	15.0	15.3
운전자본의 증감	-110.1	-8.4	-57.5	-46.7	-48.2
투자활동 현금흐름	15.6	-199.2	-109.7	-138.0	-138.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-58.3	-161.5	-99.8	-108.0	-108.0
투자자산의 감소(증가)	123.7	50.8	5.8	-10.0	-10.2
재무활동 현금흐름	-65.5	63.3	-24.4	-56.6	-55.9
차입금증감	-25.7	170.2	-2.8	-24.3	-23.6
자본의증가	7.1	1.2	-8.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	39.5	6.2	3.2	10.9	51.0
기초현금	253.6	293.0	299.3	302.5	313.3
기말현금	293.0	299.3	302.5	313.3	364.3

Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,140	23,177	25,628	28,249	29,293
EPS(지배주주)	1,180	1,690	1,444	2,221	2,730
CFPS	1,760	1,552	2,492	3,720	4,343
EBITDAPS	986	1,265	1,951	2,939	3,553
BPS	24,399	25,201	26,077	27,875	30,176
DPS	365	430	430	430	430
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	46.4	40.7	94.2	61.2	49.8
PCR	31.1	44.3	54.6	36.6	31.3
PSR	2.5	3.0	5.3	4.8	4.6
PBR	2.2	2.7	5.2	4.9	4.5
EBITDA(십억원)	79.1	101.4	156.5	235.7	285.0
EV/EBITDA	50.9	52.7	70.7	46.8	38.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.7	5.6	8.1	9.3
EBITDA이익률	4.5	5.5	7.6	10.4	12.1
부채비율	23.2	33.9	33.8	31.8	29.8
금융비용부담률	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	10.4	9.0	8.0	15.7	22.8
매출채권회전율(x)	3.7	3.5	3.6	3.7	3.5
재고자산회전율(x)	6.5	6.6	6.9	7.1	6.8

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 추천 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 발생 할 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

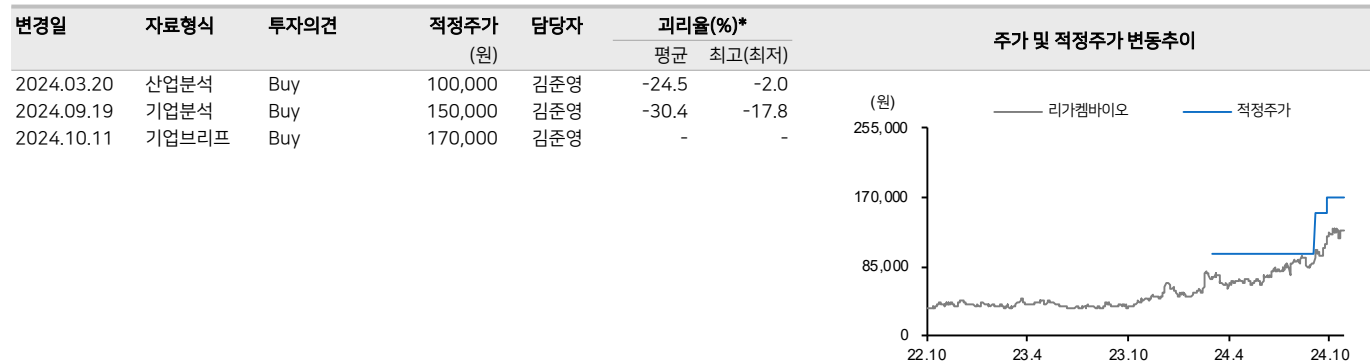
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

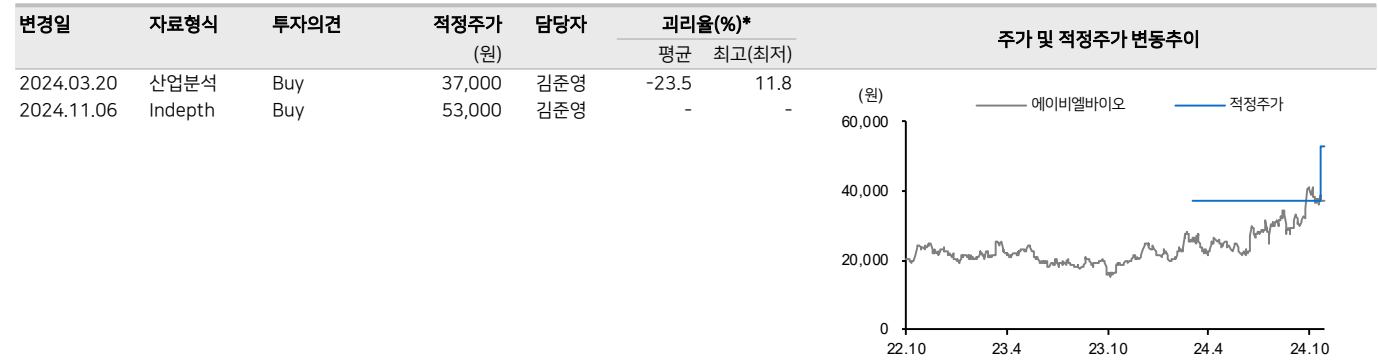
리가캠바이오 (141080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



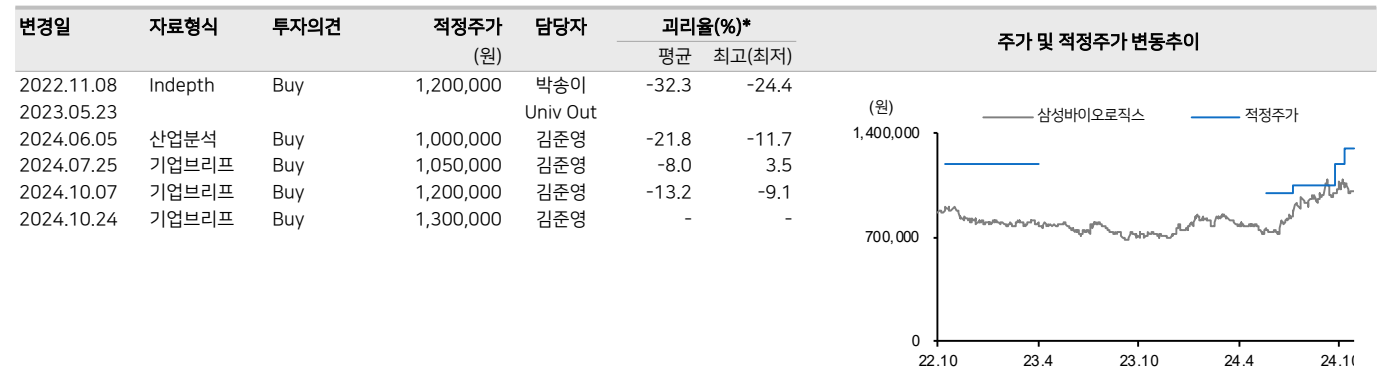
에이비엘바이오 (298380) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



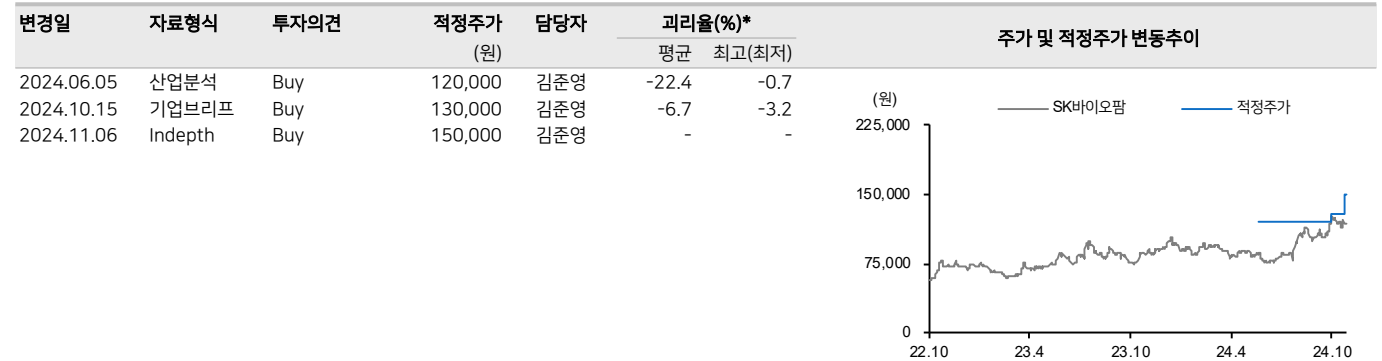
삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



SK바이오팜 (326030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

