

제약/바이오

비중확대 (유지)

 **신한금융투자**
기업분석부


기회는 기다리는 자에게 온다

이동건 수석연구원 장세훈 책임연구원
✉ shawn1225@shinhan.com ✉ sehunjang@shinhan.com

정재원 책임연구원 원재희 연구원
✉ jaewonjeong@shinhan.com ✉ jhwon@shinhan.com



신한 리서치
투자정보



Contents

| | |
|---|----|
| I. Investment Summary | 3 |
| II. 1H22 Review – 리오프닝 부각, 제약사 강세 | 9 |
| III. 2H22 Preview – 제한된 변수, 재정비의 시간 | 11 |
| 1) 바이오: 하반기 실적, 수주 모멘텀 부각으로 반등 기대 | |
| 2) 제약: 코로나19 완화에 따른 매출 성장 기대, 선별적 대응 필요 | |
| 3) 신약 개발사/바이오텍: 하반기도 반등 제한적, 글로벌 투자 주목 | |
| 4) 의료기기: 글로벌 리오프닝 본격화에 따른 수요 증대 전망 | |
| IV. Topicks 및 관심종목 | 36 |
| Company Analysis | |
| 삼성바이오로직스(207940) - 매수 (유지), 목표주가 1,000,000원(유지) | 41 |
| 셀트리온헬스케어(091990) - 매수 (유지), 목표주가 80,000원(유지) | 46 |
| 한미약품(128940) - 매수 (유지), 목표주가 350,000원(유지) | 52 |
| 대웅제약(069620) - 매수 (유지), 목표주가 210,000원(유지) | 58 |
| 에스티팜(237690) - 매수 (유지), 목표주가 140,000원(유지) | 62 |
| 동국제약(086450) - 매수 (유지), 목표주가 26,000원(유지) | 66 |
| 레고켐바이오(141080) - 매수 (유지), 목표주가 67,000원(하향) | 71 |
| 덴티움(145720) - 매수 (유지), 목표주가 90,000원(유지) | 76 |
| 제이시스메디칼(287410) - 매수 (유지), 목표주가 12,000원(유지) | 81 |
| 루트로닉(085370) - 매수 (유지), 목표주가 34,000원(유지) | 86 |

I. Investment Summary

코로나19 우려 축소와 함께 맞이한 새로운 국면

코로나19 우려 축소로
리오프닝 수혜 기업 반등.
대형 제약사 역시 아웃퍼폼.

상반기 제약/바이오 업종은 코로나19 우려 축소와 함께 리오프닝 수혜 기업들의 실적 및 주가 반등, 글로벌 트렌드와 부합한 대형 제약사들의 강세를 나타냈다. 2020년 코로나19 확산과 함께 관심이 높아졌던 수혜 기업들의 주가는 큰 폭 하락했다. 오미크론 변이로 국내 확진자 수는 사상 최대치를 기록했음에도 불구하고 낮은 치사율을 바탕으로 한 코로나19 이후의 리오프닝이 주목받으며 새로운 수혜 기업들인 에스테틱, 덴탈 기업들의 주가가 유의미한 반등을 기록했다. 대형 제약사들은 2021년 이후 선진국 대형 제약사들의 밸류에이션 매력 부각, 호실적, 약가 인하 우려 축소, 파이프라인 모멘텀 등이 부각되며 강세를 보인 것과 마찬가지로 호실적과 파이프라인 모멘텀을 기반으로 상대적 강세를 기록했다.

바이오텍, 대형 바이오는
금리인상 구간에서의
투자 매력 감소, 실적 및
개별 이슈로 약세

반면 바이오텍들의 부진은 2021년 이후 지속됐다. 에이비엘바이오의 대규모 기술이전 성과로 잠시 주목을 받았으나 1) 금리인상기 진입에 따른 성장주 투자매력 제한, 2) 메드팩트 등 임상 파이프라인들에서의 부정적 이슈, 3) 주목 받았던 임상 파이프라인들에서의 이벤트 부재, 4) 글로벌 기업으로의 기술이전 기대감 축소, 5) 제한된 바이오텍들의 신규 상장 등이 겹치며 지지부진한 주가 흐름을 지속 중이다. 대형 바이오 역시 실적 모멘텀이 상반기 제한되며 약세를 기록했다.

상반기와 유사한 흐름 예상.
특히 실적이나 파이프라인
모멘텀 보유 기업들에 주목

상반기와 유사한 흐름 속 실적, 파이프라인 모멘텀 기업들의 선별적 상승 기대

하반기 역시 상반기와 크게 다르지 않은 환경이 지속될 전망이다. 하반기에도 금리 인상이 지속될 것으로 예상됨에 따라 바이오텍들의 부진은 이어질 것으로 예상된다. 비록 학회나 논문을 통한 임상 성과 발표, 기술이전 모멘텀은 존재하나 업종 지수를 끌어올리기 보다는 개별 기업 주가 상승에 그칠 전망이다.

최근 남아공, 뉴욕 등 일부 지역에서 신규 코로나19 변이가 보고되며 재확산 우려가 부각되고 있으나 낮은 치사율에 따른 리오프닝 수혜 기업들의 강세는 지속될 전망이다. 의료기기에서는 에스테틱, 덴탈 기업들의 실적 호조 지속이 기대되고 제약사들 역시 내원 환자 수 회복에 따른 의약품 매출 증가가 예상된다.

대형 바이오의 반등도 기대된다. 1분기를 저점으로 셀트리온헬스케어의 실적 모멘텀이 부각될 전망이다. 고수의 제품군인 램시마SC, 트룩시마를 필두로 전 품목의 매출 성장이 예상된다. 삼성바이오로직스 역시 4공장 부분가동을 앞둔 수주 모멘텀이 부각될 전망이다.

의료기기 강세 지속되는 가운데
개별 기업 모멘텀에 따른
선별적 대응 필요

투자전략 - 의료기기 강세 속 개별 기업 모멘텀에 따른 선별적 대응 필요

하반기에도 의료기기 기업들의 강세가 지속될 전망이다. 여전히 펀더멘탈 개선은 바탕으로 밸류에이션 매력이 크다는 점이 매력적이다. 이에 따른 에스테틱, 덴탈 기업에 주목할 필요가 있다. 제약/바이오 내에서는 개별 기업 모멘텀에 주목할 필요가 있다. 이에 따른 Top picks로 셀트리온헬스케어, 대응제약, 레고퀵바이오, 제이시스템디칼, 루트로닉, 텐티움을 제시한다.

Key charts

제약/바이오 카테고리별 주요 코멘트 및 투자이견, Top picks

| 구분 | 주요 코멘트(+ 긍정적/- 부정적) | 투자이견(전/후) | Top picks 및 관심종목 |
|---------|--|-------------------------------------|--------------------------------|
| 제약 | (+) 코로나19 완화에 따른 내원객 수 증가 및 의약품 수요 증가 (+) 글로벌 리오프닝에 따른 에스테틱 수요 증가 (+/-) 신약 파이프라인 상업화 모멘텀 (-) 리오프닝에 따른 마케팅비 증가 및 임상 관련 비용 증가 | Neutral ↓ Neutral | 대웅제약, 한미약품, 동국제약 |
| 바이오 | (+) 글로벌 CDMO 수요 지속 (+) 우호적 바이오시밀러 관련 정책 (+) 글로벌 특허 만료 바이오의약품 수 증가 (-) 국내외 신규 CDMO 시장 진출 기업 증가 (-) 바이오시밀러 경쟁 심화에 따른 판가 인하 압박 (-) 코로나19 완화에 따른 백신, 치료제 개발 기대감 축소 | Neutral ↓ Trading BUY (상향) | 셀트리온헬스케어, 삼성바이오로직스, 에스티팜 |
| 신약개발사 | (+) 글로벌 제약사들의 현금 여력 확대에 따른 M&A, L/I 기회 확대 (+/-) 신약 파이프라인 상업화, 주요 파이프라인 임상 결과 공개 (+/-) ASCO를 시작으로 한 글로벌 주요 학회 시즌 돌입 (-) 금리 인상 구간 진입에 따른 성장주 투자매력 제한 (-) 지정학적 리스크 부각에 따른 임상 지연 가능성 (-) 주가 하락에 따른 전환사채 콜옵션 리스크 | Underweight ↓ Underweight | 레고켐바이오 |
| 에스테틱 | (+) 글로벌 리오프닝에 따른 에스테틱 수요 증가 (+) 선진국 진출 본격화에 따른 외형 성장 및 레퍼런스 확보 (+) 상반기 대비 계절적 성수기 효과 발생 (-) 글로벌 인플레이션 심화에 따른 경기 침체 우려 (-) 나스닥 상장된 미용의료기기 업체 밸류에이션 하락 지속 (-) 러시아-우크라이나 침공 장기화에 따른 원가 상승 및 선적 지연 우려 | Overweight ↓ Overweight | 제이시스메디칼 루트로닉 |
| 덴탈 | (+) 글로벌 리오프닝에 따른 덴탈 수요 증가 (+/-) 상해 코로나19 확진자 감소세, 다만 중국 도시 봉쇄 장기화 우려 (-) 러시아-우크라이나 침공 장기화에 따른 러시아향 매출 감소 우려 (-) 나스닥 상장된 덴탈 업체 밸류에이션 하락 지속 | Neutral ↓ Trading BUY (상향) | 덴티움 |
| 기타 의료기기 | (+) 코로나19 확산세 둔화에 따른 이연수요 및 리오프닝 수혜 (+) 사회적 비용 절감 이슈 부각에 따른 혁신의료기기 수요 부상 (+/-) 상해 코로나19 확진자 감소세, 다만 중국 도시 봉쇄 장기화 우려 | Neutral ↓ Neutral | |

자료: 신한금융투자 정리 / 주: Top picks는 굵은 글씨로 표시

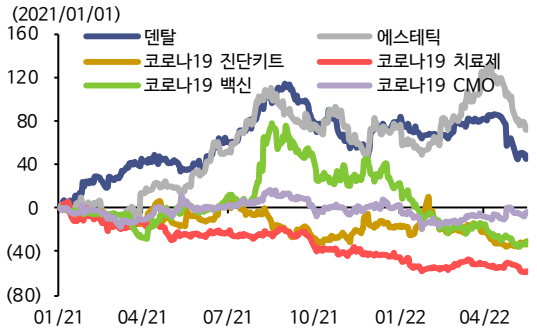
| 국내 제약/바이오 기업 1H22~23 주요 파이프라인 이벤트 (1) | | | | | |
|---------------------------------------|----------------------|---------------|---|-----------------------------|-------------------------|
| 기업명 | 파이프라인 | 파트너사 | 1H22 | 2H22 | 2023 |
| 셀트리온 | CT-P16(아바스틴 시밀러) | | | 승인 및 출시 | |
| | Yuflyma(휴미라 시밀러) | | | 승인 기대 | 출시 |
| 삼성바이오에피스 | SB17 (스텔라라 시밀러) | | | 임상 3상 완료 | 허가 신청 |
| SK바이오사이언스 | GBP510 (코로나19 백신) | | 국내 조건부허가 | WHO, EMA, MHRA 조 건부허가 | |
| 유한양행 | 레이저티닙 (아미반타말 병용) | 얀센 | CHRYSALIS-2 결과 업데이트(ASCO) | | FDA 조건부 허가 기대 (타그리소 내성) |
| | YH146189(Remedisc) | 스파인 바이오파마 | | 임상 3상 개시 | |
| | YH25724(NASH) | 베링거인겔하임 | | 임상 1a상 완료 | |
| | YH32367(고형암) | 에이비엘바이오 | 임상 1상 IND 제출 | 임상 1상 개시 | |
| | YH35324(Allergy) | GI노베이션 | | 임상 1a상 종료, 1b상 개시 (KR) | |
| | NASH(YHC1102) | 길리어드 | 전임상/독성 진행 | | |
| 레고켐바이오 | LCB14(HER2-MMAF) | 복성제약 | 임상 1b상(유방암) 개시 임상 2상(대장암, 위암, 비소세포폐암) 개시 | 중국 1a상 결과 발표 (ESMO) | |
| | LCB14(HER2-MMAF) | 익수다 | | 임상 1상 개시(US) | |
| | LCB84(Trop2-MMAE) | | | | 임상 1상 개시(US) |
| | LCB73(CD19-pPBD) | 익수다 | | 임상 1상 개시(US) | |
| | LCB71(ROR1-pPBD) | 시스톤 | 임상 1상 개시(US) | | |
| | LCB67(DLK1-MMAE) | 픽시스 | | | 임상 1상 개시(US) |
| 지씨셀 | AB101 | 아티바 | | 임상 1상 중간결과 발표 | 2nd 항체 병용 IND |
| | AB201 | 아티바 | | 임상 1상 IND (US) | |
| 알테오젠 | ALT-L9(아일리아 시밀러) | | 임상 3상 개시 | | |
| | ALT-BB4 (테르가제) | | 국내 임상 환자 첫 투여 | | |
| 한올바이오파마 | HL161 (중증근무력증) | 이뮤노반트 | 임상 3상 개시(US) | | |
| | HL161 (갑상선안병증) | 이뮤노반트 | | 임상 재개시(US) | |
| | HL161 (용혈성빈혈증) | 이뮤노반트 | | 임상 재개시(US) | |
| | HL161 (중증근무력증) | 하버바이오메드 | | 임상 3상 결과 발표 | |
| | HL036 | 하버바이오메드 | | 임상 3상 결과 발표 | |
| | HL036 | 대웅제약 | | 임상 3-2상 결과 발표 | |
| 오스코텍 | SKI-G-801 (AXL) | | 임상 1상 진행 중 | | |
| | Cevidopenib | | | ITP 임상 2상 결과 발표 | |
| 메드팩토 | 백토서팁+키트루다 병용 (대장암) | 머크 | 임상 3상 IND 제출 | 임상 3상 개시 | |
| | 백토서팁 단독 (골육종) | | | | 임상 1b/2상 개시 |
| | 백토서팁+폴록스 병용 (췌장암) | | 임상 1b 결과 (ASCO) | 임상 1b 결과 (ESMO) | |
| | 백토서팁+오니바이드 병용 (췌장암) | 세르비에 (Sevier) | | 임상 1b 결과 (SITC) 임상 2상 개시 | |
| | 백토서팁+임핀지 병용 (비소세포폐암) | 아스트라제네카 | | 임상 2a상 결과 발표 | |
| 네오이문텍 | NIT-109 (옵디보 병용) | BMS | | 임상 1상 중간결과 발표 | |
| | NIT-106 (티센트릭 병용) | 로슈 | 임상 1상 중간결과 발표 | | |
| | NIT-110 (티센트릭 병용) | 로슈 | | 중간결과 발표 | |
| | NIT-110 (키트루다 병용) | 머크 | 임상 2a상 중간 결과 | 임상 2a상 결과 발표 | |

자료: 회사 자료, 언론 보도, Clinicaltrials.gov, 신한금융투자 정리

| 국내 제약/바이오 기업 1H22~23 주요 파이프라인 이벤트 (2) | | | | | |
|---------------------------------------|---------------------|----------|---------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 기업명 | 파이프라인 | 파트너사 | 1H22 | 2H22 | 2023 |
| 에이비엘바이오 | ABL301 | 사노피 | | 임상 1상 IND 신청 예정 | |
| | ABL503(PD-L1-4-1BB) | 아이맵 | 1상 코호트 4 진행 중 | | |
| | ABL101(HER2-4-1-BB) | | | 임상 1상 IND 신청 예정 | |
| | ABL105(BCMA-4-1BB) | 유한양행 | 임상 1상 IND 신청 예정 | | |
| 올릭스 | OLX101A(비대흉터) | 휴젤(아시아) | | 임상 2상 결과 예정 | |
| | OLX301A, 301D(AMD) | 떼아 | | 임상 1상 진입 예정 | |
| | OLX703A(HBV) | | | 임상 1상 진입 예정 | |
| 한미약품 | 톨론티스 | 스펙트럼 | | FDA PDUFA (9/9) | |
| | LAPS-Dual agonist | MSD(머크) | | 임상 2상 결과 발표 | |
| | LAPS-Triple agonist | - | | 임상 2b상 결과 발표 | |
| | 포지오티닙 | 스펙트럼 | | FDA PDUFA (11/24) | |
| | 오락솔 | 아테넥스 | | MHRA 허가 기대 | |
| 종근당 | CKD-506 | - | | IPF/IBD 임상 2상 개시 | |
| | CKD-510 | - | 임상 2상 개시 | | |
| | CKD-702 | - | 임상 1상 part2 진행 중 | | |
| 티움바이오 | TU2670 | 대원제약(국내) | | | 임상 2a상 종료 (EU) & 파트너십 |
| | TU2218(면역항암제 병용) | | | 임상 1a상 환자투여완료 임상 1b상(병용요법) | |
| | TU7710 | - | | 임상 1상 개시 (글로벌) | 임상 1상 완료 |
| 바이젠셀 | VT-EBV-N | | | 임상 2상 환자모집 완료 | |
| | VM-GD(MDSC) | | | 임상 1상 개시 | |
| | VM-AD(MDSC) | | | 임상 1/2a상 IND 제출 | |
| 애플론 | AT101(CD19 CAR-T) | | 임상 1상 개시 (KR) | | |
| | AC101(HER2) | | | | 임상 결과 발표 |
| 유틸렉스 | EU101 | | 임상 1/2상 진행 중 (US, KR, CN) | | |
| | EBViNT(EU204) | | 임상 1/2a상 중간결과 | | |
| | WTiNT(EU210) | | | 임상 IND 신청 예정 | |
| 에이비온 | ABN401(C-met) | | 임상 2상 개시 | | 임상 2상 중간 결과 |
| 브릿지바이오 | BBT-176 | | 임상 1/2상 중간결과 발표 | 임상 1/2상 중간결과 업데이트 | |
| | BBT-877 | | FDA 미팅 결과 수령 | 임상 2상 개시 | |
| | BBT-401 | | | 임상 2a상 중간 결과 발표 | |
| 큐로셀 | CRC01(CD19 CAR-T) | | 임상 2상 진행 중 | | 임상 2상 완료 |
| HK이노엔 | 케이캡 | 세벨라(US) | | 미국 임상 1상 결과 | 미국 임상 3상 개시 |
| | IN-A008(EGFR C797S) | | | 전임상 결과 발표 | 임상 1상 개시 |
| 대웅제약 | 이나보글리플로진 | | 국내 허가 신청 | 국내 허가 | 국내 출시 |
| | 펙수클루(펙수프라잔) | | | 국내 출시 | |
| 녹십자 | IVIG-SN 10% | | | FDA BLA 재제출 | FDA 승인 |
| 동아에스티 | DMB-3115(스텔라라 BS) | | | 임상 3상 결과 및 허가 신청 | 승인 및 제품 출시 |

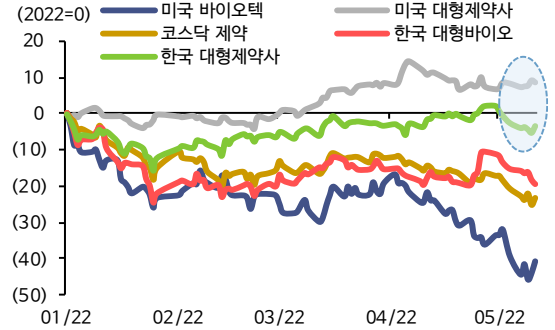
자료: 회사 자료, 언론 보도, Clinicaltrials.gov, 신한금융투자 정리

코로나19 수혜-피해 업종 지수 추이



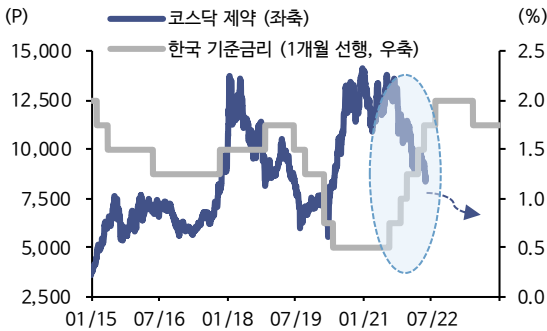
자료: Quantiwise, 신한금융투자

국내외 주요 제약/바이오 지수 추이



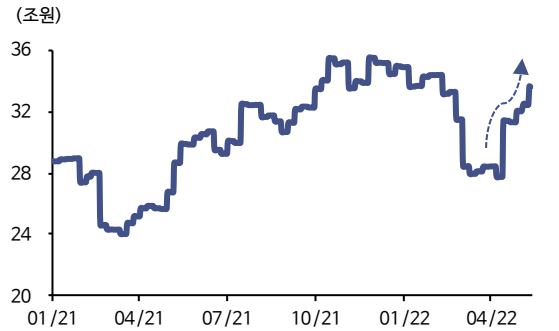
자료: Quantiwise, Bloomberg, 신한금융투자

국내 기준금리와 코스닥 제약 지수 추이 및 전망



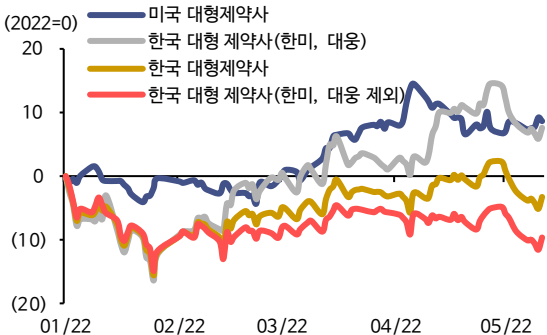
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

국내 제약/바이오 기업 합산 12개월 선행 매출액



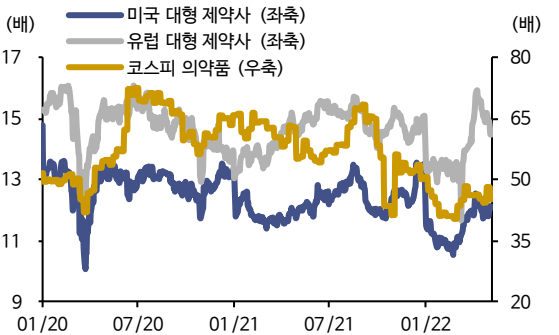
자료: Quantiwise, 신한금융투자

국내외 주요 대형 제약사 지수 추이



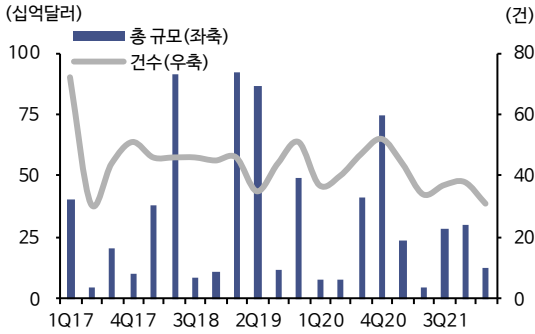
자료: Quantiwise, Bloomberg, 신한금융투자

코스피 의약품, 미국/유럽 대형 제약사 12MF P/E



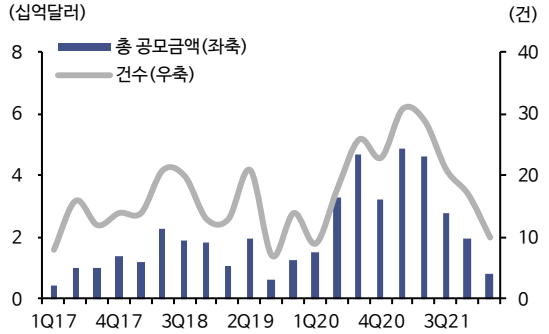
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

글로벌 제약/바이오 M&A 추이(1Q17~1Q22)



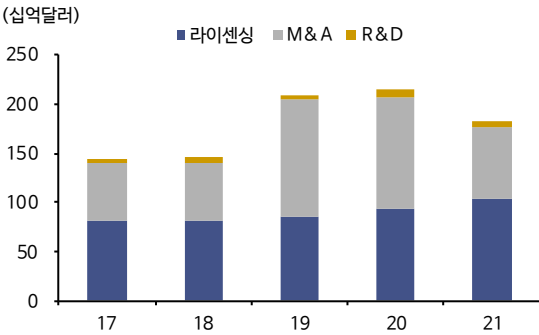
자료: Evaluate pharma, 신한금융투자

글로벌 제약/바이오 IPO 추이(1Q17~1Q22)



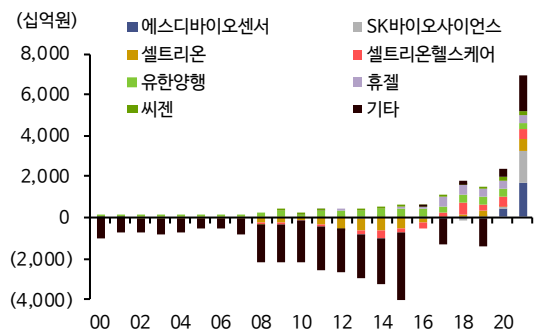
자료: Evaluate pharma, 신한금융투자

글로벌 대형 제약사 투자 규모 추이



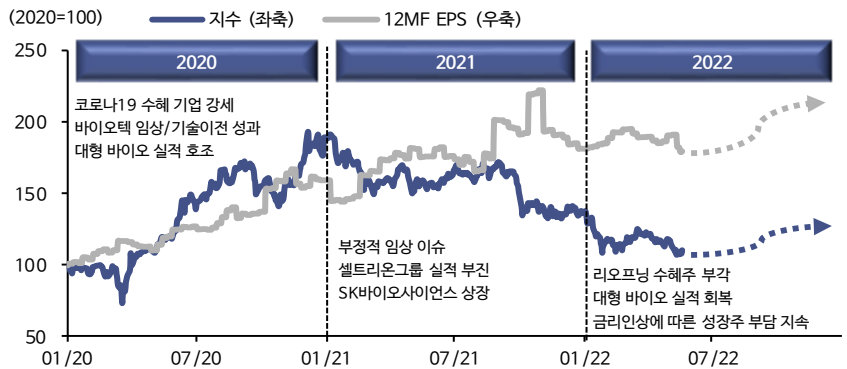
자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자

국내 제약/바이오 기업 순현금 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

제약/바이오 업종 지수 및 12개월 선행 EPS 추이 및 전망



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

II. 1H22 Review - 리오프닝 부각, 제약사 강세

코로나19에 대한 우려 축소와 함께 맞이한 새로운 국면

상반기 요약:

- 1) 에스테틱, 덴탈
- 리오프닝 수혜로 강세

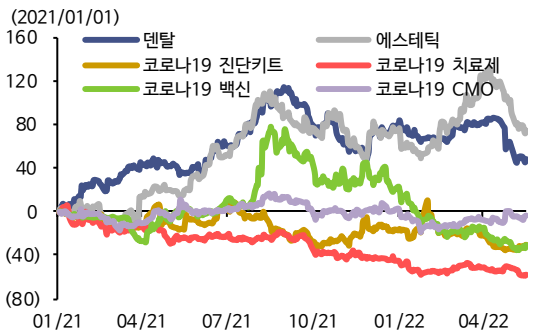
상반기 제약/바이오 업종을 요약하자면 1) 코로나19에 대한 우려 축소를 바탕으로 한 리오프닝 수혜 기업들의 실적 및 주가 모멘텀 부각, 2) 글로벌 트렌드와 유사한 바이오텍 주가 부진 속 대형 제약사들의 강세다.

먼저 2020년 코로나19 확산과 함께 관심이 높아졌던 수혜 기업들(진단키트, 백신, 치료제 등)의 주가는 큰 폭 하락했다. 오미크론 변이로 국내 확진자 수는 사상 최대치를 기록했음에도 불구하고 낮은 치사율을 바탕으로 한 코로나19 이후의 리오프닝이 주목받으며 새로운 수혜 기업들인 에스테틱, 덴탈 기업들의 주가가 상대적 강세를 나타냈다.

에스테틱은 3월 이후 에스테틱 업종의 유의미한 주가 반등이 포착됐다. 1분기 미용외과기기 관세청 수출입 데이터가 전년동기대비 약 30% 이상 성장하며 오미크론 변이 바이러스 영향으로부터 벗어나는 흐름을 보였으며, 클래시스의 신제품 '슈링크 유니버스'가 출시 후 4개월 만에 누적 판매대수 약 700대를 달성하며 신제품 효과를 증명한 것에 기인한다. 또한 에스테틱 업종의 러시아 및 중국향 익스포져 제한은 업종 전반의 센터멘탈 개선에 기여했다. 한편 4월 초부터 금리 인상 및 인플레이션 확대에 따른 글로벌 경기 침체 우려로 나스닥 헬스케어 업종 전반 큰 폭의 주가 하락이 지속되고 있다. 이에 따라 국내 에스테틱 업체들 역시 1분기 호실적에도 불구하고 최근 주춤한 주가 흐름을 기록 중이다.

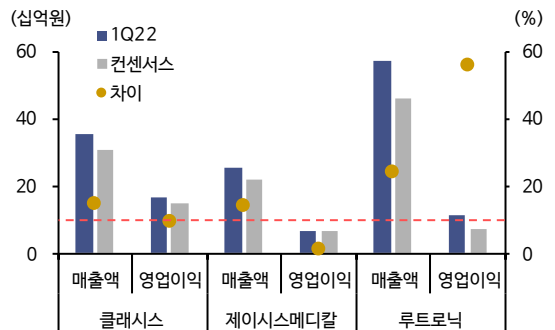
덴탈은 대장주인 오스템임플란트의 내부 횡령에 따른 거버넌스 이슈, 중국 의료용 소모품 대량 집중 매입 발표, 러시아의 우크라이나 침공에 따른 지정학적 리스크 고조 등 연초부터 부진한 주가 흐름을 이어왔다. 오스템임플란트와 덴티움의 1분기 실적 발표로 시장의 우려를 일축하는 듯 했지만, 국내 업체들의 주요 시장인 상해를 포함한 중국 주요 도시 봉쇄가 장기화되며 주가 상승폭은 제한됐다. 오스템임플란트와 덴티움의 2021년 중국향 수출액 비중은 각각 28%, 58%로 이는 상반기 임플란트 업종 투심 악화의 직접적인 원인으로 작용했다.

코로나19 수혜-피해 업종 지수 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

국내 주요 에스테틱 업체 1분기 실적 요약



자료: Quantwise, 회사 자료, 신한금융투자

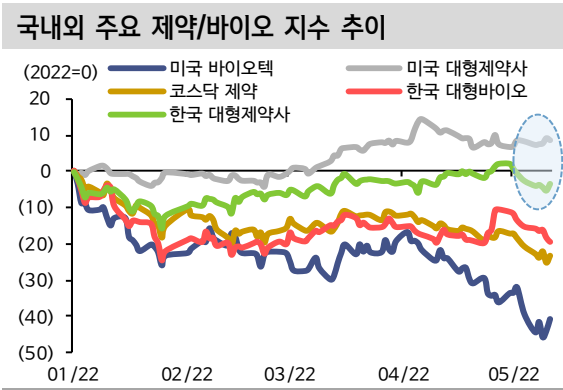
- 2) 대형 제약사
 - 선진국 트렌드와 유사한 주가 강세 흐름 지속
- 3) 바이오텍
 - 금리 인상 등 부정적 이슈 겹치며 약세 지속
- 4) 대형 바이오
 - 실적 모멘텀 제한, 감리 및 증자 이슈 겹쳐

대형 제약사들의 약진도 주목할만 하다. 국내 대형 제약사들의 반등에 앞서 이미 2021년 이후 미국, 유럽 등 주요 선진국들에서는 대형 제약사들의 상대적 강세가 지속된 바 있다. 물론 이는 국내 대형 제약사들과는 달리 낮은 멀티플(미국 대형 제약사 12개월 선행 PER 12배)을 기반으로 한 가치주로서의 투자 매력 부각과 개별 기업들의 코로나19 확산세 둔화 이후 임상 재개에 따른 파이프라인 모멘텀 부각, 호실적 부각이 뒷받침됐다. 국내는 대다수의 대형 제약사들이 높은 멀티플을 기반으로 하는 만큼 선진국들과 차이는 있으나 한미약품, 대웅제약을 필두로 제약사들의 코로나19 완화에 따른 의약품 수요 확대로 실적 모멘텀이 부각되고 개별 파이프라인 상업화 모멘텀이 부각됐으며, 중견 제약사들은 높은 실적 성장을 바탕으로 한 밸류에이션 매력 부각 등에 기인한 상승세를 기록했다.

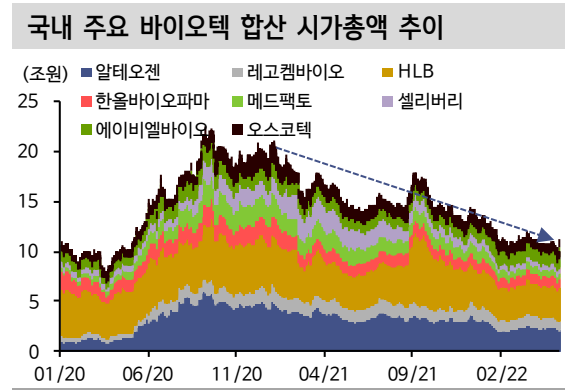
한편 바이오텍들의 주가는 2021년 초 이후 2022년 상반기에도 약세를 이어갔다. 에이비엘바이오의 사노피항 대규모 기술이전 성과로 잠시 주목을 받았으나 1) 금리인상기 진입에 따른 성장주 투자매력 제한, 2) 메드팩토 등 임상 파이프라인들에서의 부정적 이슈, 3) 주목 받았던 임상 파이프라인들에서의 이벤트 부재, 4) 글로벌 기업으로의 기술이전 기대감 축소, 5) 제한된 바이오텍들의 신규 상장 등이 겹치며 지지부진한 주가 흐름을 지속 중이다.

대형 바이오 역시 부진했다. 높은 멀티플에서 거래되고 있다는 점, 그리고 아쉬운 1분기 실적, 개별 이슈가 겹쳤다. 대표적으로 삼성바이오로직스는 대규모 유상증자와 삼성바이오에피스 지분 100% 인수, 셀트리온그룹은 감리 이슈가 연초부터 부각된 가운데 부진했던 1분기 실적, SK바이오사이언스는 코로나19 수혜 기업들에 대한 시장의 기대감이 축소된 가운데 90%를 상회하는 코로나19 관련 매출 의존도와 상반기 저조한 실적이 있다.

진단키트는 오미크론 변이 바이러스 확산에 따른 글로벌 코로나19 확진자 수 급증에 따른 수혜가 기대됐으나, 낮은 치사율을 바탕으로 한 위드 코로나 개시 및 중장기 진단키트 수요 감소 우려가 확산되며 1분기 호실적에도 불구하고 주가는 약세를 지속했다. 또한 국내에서의 코로나 바이러스 2급 감염병 하향 조정, 미국과 유럽을 포함한 주요 선진국에서의 실내 마스크 의무 착용 해제 조치는 해외 진단 업종의 주가 하락 가속화 요인으로 작용했다.



자료: Quantwise, Bloomberg, 신한금융투자



자료: Quantwise, 신한금융투자

III. 2H22 Preview - 제한된 변수. 재정비의 시간

상반기와 크게 다르지 않은 흐름 지속될 하반기

상반기와 유사한 흐름
전망. '재정비의 시간' 예상

하반기 제약/바이오 업종은 2020년 초와 같이 큰 폭의 반등을 위한 변수들이 제한된 가운데 큰 틀에서 상반기와 유사한 흐름이 지속될 전망이다. 그런 만큼 '재정비의 시간'이 될 것으로 예상된다. 하반기 중 개별적으로 유의미한 실적 또는 파이프라인 모멘텀이 존재하는 기업들을 중심으로 선별적인 대응이 필요하다. 세부 카테고리별로는 에스테틱 업종을 최선호로, 바이오(바이오시밀러, CDMO 등)와 덴탈 업종의 반등을 기대한다. 반면 제약사, 신약개발사(바이오텍), 기타 의료기기 업체들은 상반기와 유사한 흐름이 예상된다.

| 제약/바이오 카테고리별 주요 코멘트 및 투자 의견, Top picks | | | |
|--|--|-------------------------------------|--------------------------------|
| 구분 | 주요 코멘트(+ 긍정적/- 부정적) | 투자의견(전/후) | Top picks 및 관심종목 |
| 제약 | (+) 코로나19 완화에 따른 내원객 수 증가 및 의약품 수요 증가 (+) 글로벌 리오프닝에 따른 에스테틱 수요 증가 (+/-) 신약 파이프라인 상업화 모멘텀 (-) 리오프닝에 따른 마케팅비 증가 및 임상 관련 비용 증가 | Neutral ↓ Neutral | 대웅제약, 한미약품, 동국제약 |
| 바이오 | (+) 글로벌 CDMO 수요 지속 (+) 우호적 바이오시밀러 관련 정책 (+) 글로벌 특히 만료 바이오의약품 수 증가 (-) 국내외 신규 CDMO 시장 진출 기업 증가 (-) 바이오시밀러 경쟁 심화에 따른 평가 인하 압박 (-) 코로나19 완화에 따른 백신, 치료제 개발 기대감 축소 | Neutral ↓ Trading BUY (상향) | 셀트리온헬스케어, 삼성바이오로직스, 에스티팜 |
| 신약개발사 | (+) 글로벌 제약사들의 현금 여력 확대에 따른 M&A, L/I 기회 확대 (+/-) 신약 파이프라인 상업화, 주요 파이프라인 임상 결과 공개 (+/-) ASCO를 시작으로 한 글로벌 주요 학회 시즌 돌입 (-) 금리 인상 구간 진입에 따른 성장주 투자매력 제한 (-) 지정학적 리스크 부각에 따른 임상 지연 가능성 (-) 추가 하락에 따른 전환사채 콜옵션 리스크 | Underweight ↓ Underweight | 레고켐바이오 |
| 에스테틱 | (+) 글로벌 리오프닝에 따른 에스테틱 수요 증가 (+) 선진국 진출 본격화에 따른 외형 성장 및 레퍼런스 확보 (+) 상반기 대비 계절적 성수기 효과 발생 (-) 글로벌 인플레이션 심화에 따른 경기 침체 우려 (-) 나스닥 상장된 미용의료기기 업체 밸류에이션 하락 지속 (-) 러시아-우크라이나 침공 장기화에 따른 원가 상승 및 선적 지연 우려 | Overweight ↓ Overweight | 제이시메디칼 루트로닉 |
| 덴탈 | (+) 글로벌 리오프닝에 따른 덴탈 수요 증가 (+/-) 상해 코로나19 확진자 감소세, 다만 중국 도시 봉쇄 장기화 우려 (-) 러시아-우크라이나 침공 장기화에 따른 러시아향 매출 감소 우려 (-) 나스닥 상장된 덴탈 업체 밸류에이션 하락 지속 | Neutral ↓ Trading BUY (상향) | 덴티움 |
| 기타 의료기기 | (+) 코로나19 확산세 둔화에 따른 이연수요 및 리오프닝 수혜 (+) 사회적 비용 절감 이슈 부각에 따른 혁신의료기기 수요 부상 (+/-) 상해 코로나19 확진자 감소세, 다만 중국 도시 봉쇄 장기화 우려 | Neutral ↓ Neutral | |

자료: 신한금융투자 정리 / 주: Top picks는 굵은 글씨로 표시

금리, 코로나19 확진자 수 등 매크로 환경과 개별 기업들의 모멘텀이 변수

2H22 핵심 변수:

- 1) 매크로 환경
(금리, 코로나19 확진자 수)
- 2) 개별 기업 모멘텀
(실적, 파이프라인)

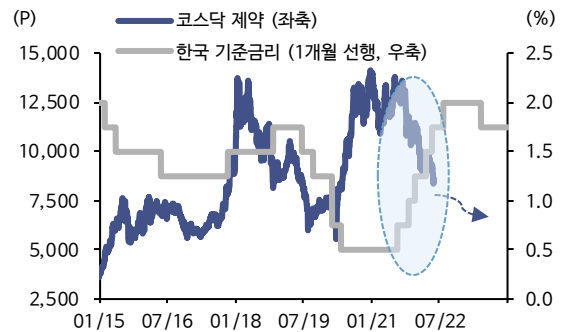
하반기 제약/바이오 업종의 핵심 변수로는 크게 매크로 환경과 개별 기업들의 모멘텀이 될 전망이다. 매크로 측면에서는 국내외 코로나19 확진자 수와 더불어 금리 인상 추이가 변수로 존재하며, 개별 기업들의 모멘텀으로는 실적 또는 주요 파이프라인들의 성과가 해당된다.

코로나19 확산이 본격화된 2020년 초 이후 국내 기준금리는 0.5%까지 하락했다. 같은 구간 제약/바이오 업종은 코로나19 수혜 업종으로 부각과 함께 대형 바이오의 호실적 트렌드, 그리고 성장주에 우호적인 환경이 겹치며 바이오섹터 역시 주가가 큰 폭 상승했다. 하지만 이후 기준금리는 2021년 8월 0.75%로 0.25%p 상승한 이후 현재 1.5%까지 상승했다. 당사는 하반기 2.0%까지 기준금리가 상승할 것으로 전망하며, 2023년 2분기부터는 소폭 금리 인하에 돌입 연중 1.75%를 유지할 것으로 예상한다. 이러한 매크로 환경 감안 시 제약/바이오 업종은 하반기까지 약세를 지속할 가능성이 높다고 판단되며 이후 통화정책 기조가 변화될 가능성이 높은 2023년 상반기를 기점으로 반등에 성공할 것으로 예상한다.

한편 코로나19 확진자 수는 국내 오미크론 변이 확산세가 정점에 달했던 4월을 기점으로 완화되고 있는 추세다. 비록 높은 확진자 수를 기록했으나 오미크론 변이의 낮은 치사율을 바탕으로 코로나19 이후의 리오프닝이 주목 받았으며 하반기 역시 유사한 흐름이 기대된다. 비록 최근 남아프리카공화국을 시작으로 새로운 변이 등장 가능성이 제기되고 있으나 이 역시 낮은 치사율로 알려진 만큼 큰 변수로 작용하기는 어려울 전망이다.

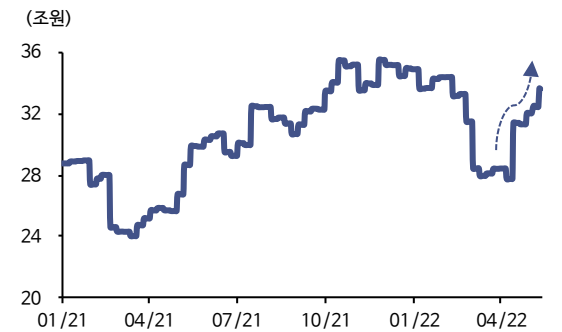
개별 기업들의 실적과 주요 파이프라인 모멘텀도 중요 변수가 될 전망이다. 대다수의 제약사들은 코로나19 완화에 따른 내원객 수 증가로 의약품 수요가 증가하며 매출 성장이 기대된다. 삼성바이오로직스, 셀트리온헬스케어, SK바이오사이언스 등 주요 바이오 역시 하반기부터 실적 모멘텀이 부각될 전망이다. 앞서 언급한 바와 같이 상반기부터 호실적을 지속한 에스티제트 기업들 역시 하반기에도 리오프닝 수혜를 바탕으로 호실적 트렌드를 지속할 전망이다.

국내 기준금리와 코스닥 제약 지수 추이 및 전망



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

국내 제약/바이오 기업 합산 12개월 선행 매출액



자료: Quantwise, 신한금융투자

1. 바이오: 하반기 실적, 수주 모멘텀 부각으로 반등 기대

하반기 실적, 수주 모멘텀 부각 전망. 업종 투자 의견 Trading BUY로 상향

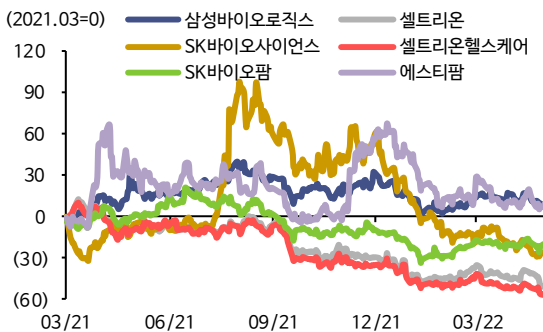
Top pick 셀트리온헬스케어, 관심종목 삼성바이오로직스, 에스티팜 제시

대형 바이오는 상반기 삼성바이오로직스의 대규모 유상증자와 삼성바이오에피스 지분 100% 인수, 셀트리온그룹의 금감원 감리 이슈, SK바이오사이언스의 코로나19 백신 기대감 축소에 따른 ‘스카이코비원(GBP510)’ 매출 성장 우려 등 개별 기업들의 부정적인 이슈와 더불어 실적 모멘텀 약화가 겹치며 주가 약세를 지속했다. 이와 같은 이유들로 상반기 대형 바이오에 대한 투자 의견은 ‘Neutral(중립)’이었으나 하반기 이후로는 주요 기업들의 실적 성장, 그리고 수주 및 신제품 출시 모멘텀이 본격화될 것으로 기대됨에 따라 ‘Trading BUY’로 상향한다. 바이오 기업 내 Top pick으로는 ‘셀트리온헬스케어’, 관심종목으로는 ‘삼성바이오로직스’와 ‘에스티팜’을 제시한다.

셀트리온헬스케어는 1분기 실적을 저점으로 주요 바이오시밀러 품목들의 견조한 매출 성장과 더불어 수익성이 좋은 램시마SC, 북미 트룩시마의 매출 비중 확대를 바탕으로 2분기부터 매 분기 매출 성장 및 영업이익률 상승이 기대된다. 특히 램시마SC는 2020년 유럽 출시 초기 코로나19에 따른 마케팅 활동이 제한되는 등 비우호적 영업환경의 영향으로 기대 대비 더딘 매출 성장세를 기록했다. 그러나 이후 매 분기 성장 폭을 확대, 2022년 1분기에는 출시 이후 처음으로 전사 매출의 두 자릿수 비중을 기록하며 391억원의 매출을 시현했다. 최근 EU5를 중심으로 빠른 침투를 보이는 만큼 고성장 지속을 바탕으로 2022년 매출액은 2,551억원(+184.6% YoY)을 기록, 전사 매출 성장과 수익성 개선에 큰 기여를 할 전망이다. 그 외에도 2023년에는 미국 휴미라 바이오시밀러 특허 만료에 따른 유프라이마 출시, 램시마SC 미국 출시, 스텔라라 및 아일리아 바이오시밀러 출시 등 신제품 출시 효과도 본격화되는 만큼 실적 성장은 가속화될 것으로 기대된다.

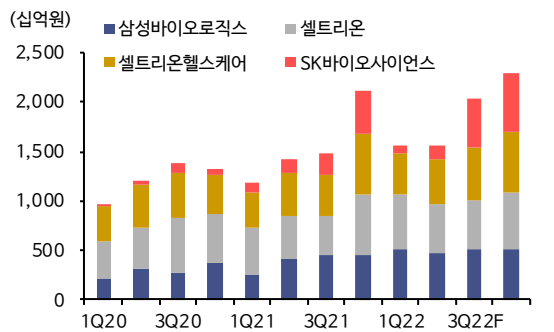
삼성바이오로직스는 10월 4공장 부분가동(6만리터)에 따른 수주 모멘텀 부각이 기대된다. 이미 1~3공장 수주 확보에 따른 안정적 실적 성장이 지속되는 가운데 글로벌 단일 항체약품 CDMO 공장 기준 최대 Capa인 25.6만리터 규모의 4공장 가동까지 본격화될 시 향후 수주 모멘텀과 더불어 실적 고성장이 가능하다. 한편 4월부터 연결 자회사로 편입된 삼성바이오에피스는 바이오시밀러 외에도 신약 파이프라인 확대도 기대되는만큼 중장기 신성장 동력으로 작용할 전망이다.

대형 바이오 주가 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

신한 커버리지 대형 바이오 합산 매출 추이



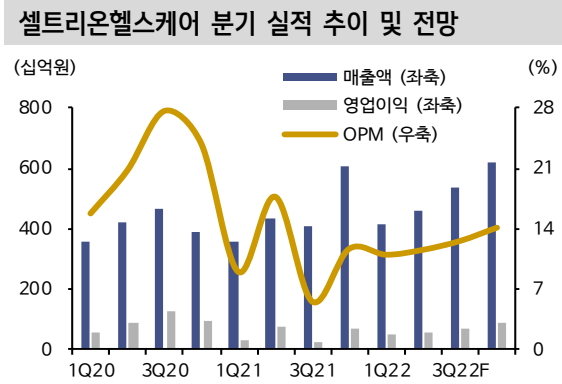
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스:
높은 코로나19 매출 의존도, 향후 확진자 수 추이 변수나 신사업에도 주목할 필요

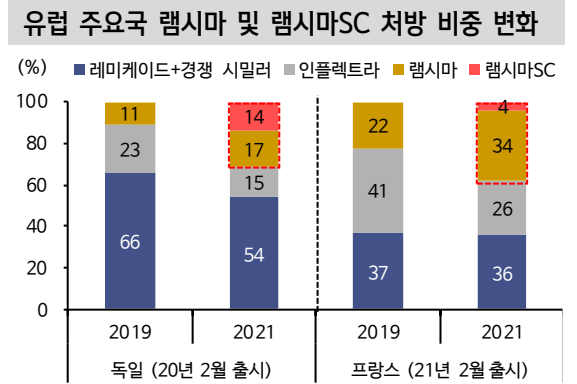
SK바이오사이언스는 90%에 달하는 코로나19 관련 매출 비중, 그리고 핵심 파이프라인이자 하반기 실적 성장의 핵심이 자체 개발 코로나19 백신인 ‘스카이코비원(GBP510)’이라는 점에서 상반기와 마찬가지로 코로나19 백신 기대감에 따른 주가 변동성이 지속될 전망이다. 비록 최근 남아프리카공화국, 뉴욕 등지에서 새로운 변이가 발견됨에 따라 확진자 수의 재차 증가가 포착되고 있다는 점은 코로나19 백신 수요가 지속적으로 높을 수 있다는 점에서 긍정적이나, 여전히 국내를 비롯한 주요 선진국들의 높은 코로나19 백신 재고에 따른 제한적인 신규 주문 가능성, 그리고 COVAX를 통해 공급 시 자체 판매 대비 낮은 단가 및 수익성은 우려스러운 점이다. 따라서 현재 SK바이오사이언스가 보유한 1.5조의 현금성 자산, 그리고 최근 기자간담회를 통해 공개한 것처럼 차입 등을 통해 추가적인 조달을 통해 확보 가능한 투자여력을 바탕으로 향후 전개할 신사업에서의 성과에 주목할 필요가 있다.

에스티팜:
올리고 신규 수주 확인 및 mRNA CDMO 확장성 주목

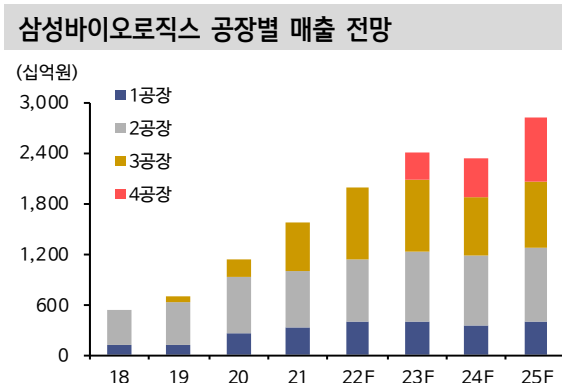
에스티팜은 하반기 자체 증설 라인 1개 가동분과 글로벌 제약사 합작 증설분이 가세하면서 생산 효율화에 따른 실적 성장이 기대된다. 최근 글로벌제약사 대상 신규 프로젝트 수주가 확인되고 있으며, 그 중에는 상업화된 품목도 있는 것으로 추정된다. mRNA 백신에 활용되는 LNP용 인지질 수주도 확인되는 만큼 향후 mRNA CDMO 사업 영역 확장성에 따른 새로운 성장 동력 확보도 기대된다.



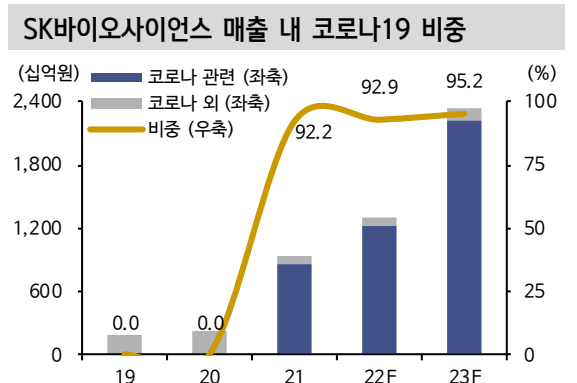
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



자료: IQVIA, 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 수량 기준



자료: 신한금융투자 추정



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

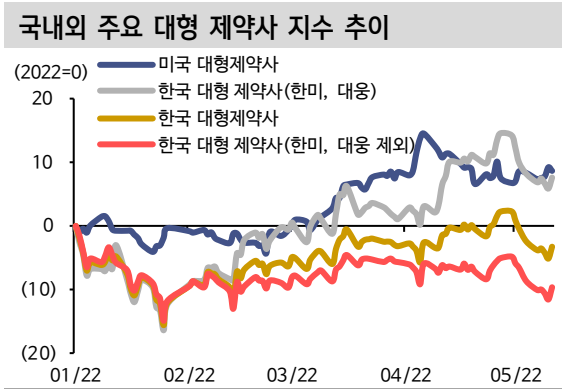
2. 제약 - 코로나19 완화에 따른 매출 성장 기대, 선별적 대응 필요

의약품 수요 회복 등
리오프닝 수혜 기대.
업종 투자 의견 Neutral 유지

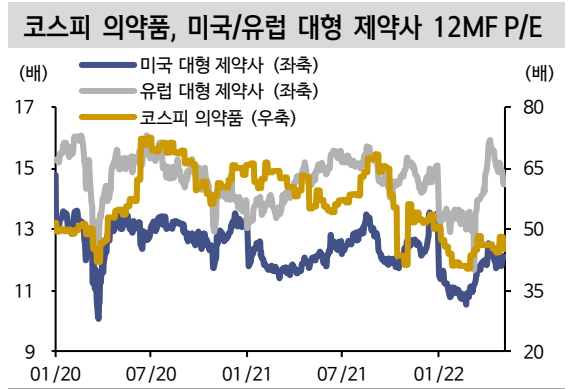
2021년 이후 선진국 대형 제약사 지수는 바이오텍이나 주요 지수대비 아웃퍼폼했다. 이는 1) 금리인상 구간에서 낮은 멀티플(미국 대형 제약사 12MF P/E 12배)을 바탕으로 가치주로서의 투자 매력이 부각됐으며, 2) 코로나19 확산세 둔화에 따른 의약품 수요 확대로 실적 기대감 확대, 3) 미국 약가 인하 우려 축소다.

국내 대형 제약사들은 선진국들과는 달리 높은 멀티플로 거래되고 있다는 점에서 가치주로 볼 수 없고, 미국 매출 의존도가 낮아 약가 인하 이슈가 실적 및 주가에 작용한다고 보기에는 어렵다. 그럼에도 불구하고 흥미로운 점은 국내 대형 제약사들 역시 상반기 우호적인 주가 흐름을 보였다. 이는 1) 코로나19 확산세 둔화 이후 원외 처방 확대에 따른 실적 성장 및 2) 주요 파이프라인들의 상업화 모멘텀 부각, 그리고 3) 에스테틱 수요 증가를 바탕으로 한 특산 매출 호조(대웅 제약) 등에 기인한다. 특히 코로나19 확산 이후 원외 처방 수량 및 환자 수는 뚜렷한 감소세를 나타냈다. 이에 따라 대부분의 제약사 매출은 성장 폭이 제한, 또는 역성장을 기록했다. 하지만 상반기부터 코로나19 확산세 둔화와 함께 리오프닝 기대감이 확대되며 원외 처방은 재차 확대 조짐을 보이고 있다. 이에 따라 하반기에도 의약품 수요는 지속적으로 증가할 것으로 기대된다.

그럼에도 불구하고 상반기 'Neutral(중립)'이었던 대형 제약사에 대한 투자 의견을 하반기에도 동일하게 유지한다. 이는 앞서 언급한 1) 선진국들의 대형 제약사들이 2021년 이후 주가 강세의 근거가 국내 대형 제약사들과 동일하지 않은 만큼 지속성을 기대하기 어렵고, 2) 세부 종목별로 구분 시 한미약품과 대웅제약의 강세로 국내 대형 제약사들이 아웃퍼폼하는 것으로 나타났을 뿐 이를 모든 국내 대형 제약사들의 강세로 확대 해석하기에는 어렵다는 점에 있다. 따라서 하반기에도 선별적인 대응이 필요하다. 상반기에 이어 실적 모멘텀 부각 및 주요 파이프라인의 상업화 모멘텀이 기대되는 제약사, 또는 중견 제약사들 중 밸류에이션 매력이 존재하는 기업에 주목할 필요가 있다.



자료: QuantiWise, Bloomberg, 신한금융투자

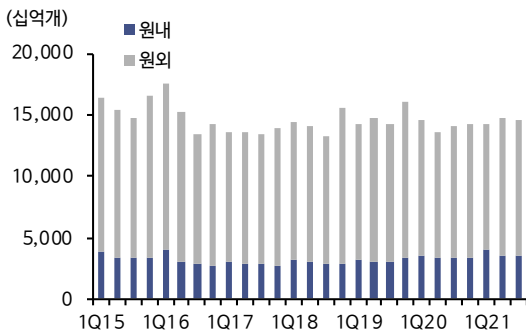


자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

Top pick 대웅제약, 관심종목 한미약품, 동국제약 제시

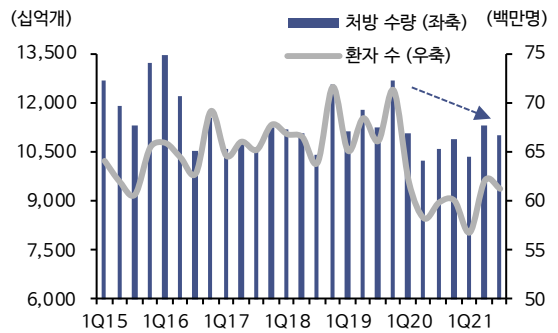
앞서 언급한 내용들을 종합하여 제약사에서는 상반기에 이어 하반기에도 실적 모멘텀 부각 및 핵심 파이프라인인 ‘펙수프라잔(상표명 펙수클루)’의 상업화가 기대되는 ‘대웅제약’을 Top pick으로 제시한다. 관심종목으로는 ‘한미약품’과 ‘동국제약’을 제시한다. 한미약품은 2021년 하반기 북경한미를 시작으로 본업 실적 회복이 지속되고 있는 가운데 하반기 롤론티스, 포지오티닙, 오락솔과 같은 R&D 파이프라인들의 글로벌 상업화 모멘텀이 부각될 전망이다. 동국제약은 국내 대표 중견 제약사 중 하나로 전년 기저효과를 바탕으로 OTC 매출 고성장이 기대되고 헬스케어 사업부 역시 리오프닝 수혜가 기대된다.

원외-원내 합산 처방 수량 추이(1Q15~3Q21)



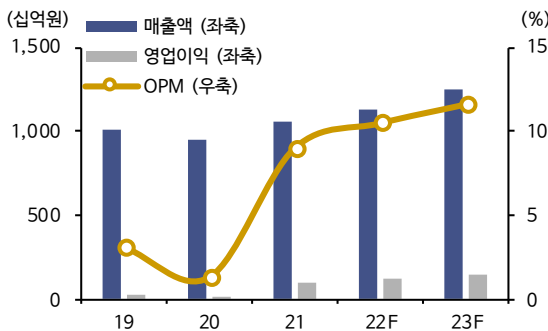
자료: 건강보험심사평가원, 신한금융투자

원외 처방 수량 및 환자 수 추이(1Q15~3Q21)



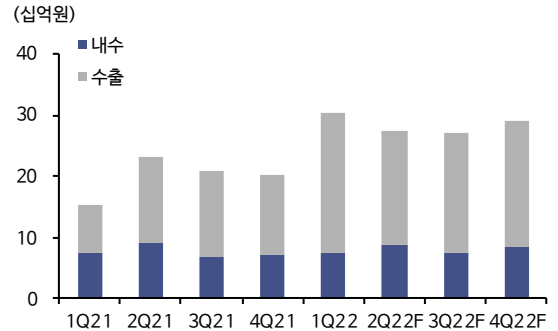
자료: 건강보험심사평가원, 신한금융투자

대웅제약 실적 추이 및 전망



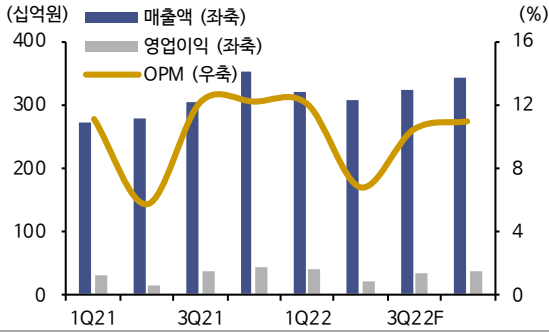
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

나보타 매출 추이 및 전망



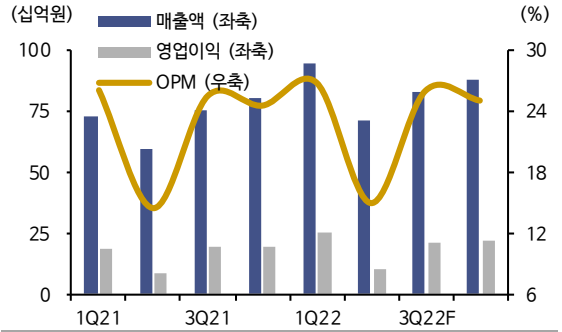
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한미약품 실적 추이 및 전망



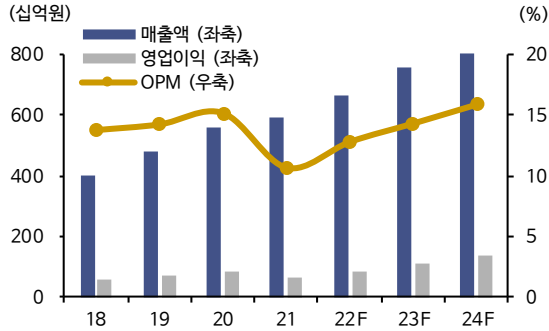
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

북경한미 실적 추이 및 전망



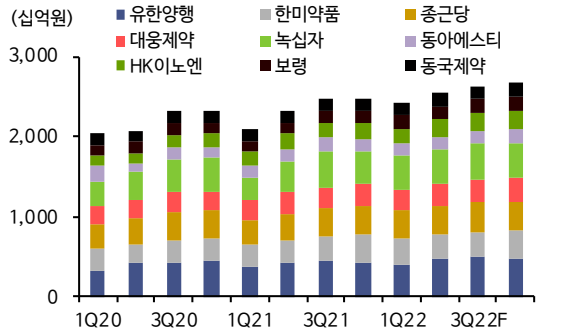
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

동국제약 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

신한 커버리지 주요 제약사 합산 매출 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

3. 신약 개발사/바이오텍 - 하반기도 반등 제한적. 글로벌 투자 주목

비우호적 매크로 환경,
모멘텀 제한되며 하반기도
반등 폭 크지 않을 것

모멘텀도 선별적 대응 필요

바이오텍은 국내 기업들의 모멘텀 부재와 매크로 환경 악화로 주가 흐름이 부진했다. 하반기 역시 마이너스로 작용한 요소들이 개선될 가능성은 제한적이기 때문에 약세는 지속될 전망이다. 약세 국면에서는 호재에 둔감하고 악재에 민감한 패턴을 보이기 때문에 이제는 모멘텀도 선별적으로 판단할 필요가 있다.

하반기에도 학회 참석과 같은 주기적인 이벤트는 있겠지만 단순히 참가한다해서 주가에 영향을 주는 시기는 지났다. 이제는 유의미한 임상 데이터를 발표하는 기업을 선별적으로 판단해야하며, 그 중에서도 상업화에 대한 가시성 획득 여부에 따라 영향도가 다를 것이다. 기술이전도 기대할 수 있지만 이젠 모든 기술이전이 꼭 좋은 것이 아니라는 점도 인지해야한다. 기술이전 받아가는 회사가 해당 분야의 전문 기업인지, 계약구조에서 upfront 비율이나 중간 마일스톤의 구조가 합리적인지를 봐야한다. 무엇보다 기술이전을 한다해도 결국 시장에 출시해 매출이 발생해야하는 점은 동일하다. 따라서 해당 파이프라인이 상업화 가능성이 있는지를 타겟하는 적응증과 글로벌 경쟁 현황을 고려해 판단할 필요가 있다.

Check point #1. 임상 이벤트/학회

글로벌 주요 학회 대면 개최
긍정적. 다만 국내 기업
임상 데이터 발표는 제한적

주목할 이벤트로는
레고켐바이오, 지씨셀

6월 초 개최되는 ASCO를 시작으로 하반기 주요 학회로는 9월 ESMO, 11월 SITC, 12월 ASH 등이 예정되었다. 코로나19 이후 대부분 학회가 대면으로 개최되는 점은 긍정적이지만 예정된 국내 기업들의 임상 데이터 발표가 제한적이기 때문에 큰 모멘텀을 기대하기는 어려워 보인다. 다만 하반기에 예정된 몇 가지 핵심 임상 및 R&D 이벤트의 성공 여부에 따라 바이오텍 전체センチ먼트에 영향을 줄 수 있다.

주요 이벤트로는 1) 유한양행의 레이저티닙+아미반타맙 병용 임상 데이터와 BTD 신청 및 상업화 관련 모멘텀, 2) 한미약품의 톨론티스, 포지오티닙 FDA 승인 여부와 오락솔의 영국 허가, dual/triple agonist의 임상 데이터 발표가 예상된다. 3) 한올바이오파마는 2021년 LDL 이슈로 중단됐던 HL161의 임상 개발이 다시 시작될 예정이다. MG 임상 3상 개시와 TED, WAIHA 임상 재개가 기대되며, HL036 안구건조증 3-2상 결과 발표가 기대된다.

눈여겨볼만한 주요 바이오텍 임상 데이터 이벤트로 1) 레고켐바이오의 HER2 ADC LCB14의 임상 1a상 결과 발표가 9월 ESMO에 예정되었다. 2) 지씨셀은 AB101의 1상 중간결과 발표가 12월 ASH에 있을 예정이다.

| 국내 제약/바이오 기업 1H22~23 주요 파이프라인 이벤트 (1) | | | | | |
|---------------------------------------|----------------------|---------------|---|-----------------------------|-------------------------|
| 기업명 | 파이프라인 | 파트너사 | 1H22 | 2H22 | 2023 |
| 셀트리온 | CT-P16(아바스틴 시밀러) | | | 승인 및 출시 | |
| | Yuflyma(휴미라 시밀러) | | | 승인 기대 | 출시 |
| 삼성바이오에피스 | SB17 (스텔라라 시밀러) | | | 임상 3상 완료 | 허가 신청 |
| SK바이오사이언스 | GBP510 (코로나19 백신) | | 국내 조건부허가 | WHO, EMA, MHRA 조 건부허가 | |
| 유한양행 | 레이저티닙 (아미반타맙 병용) | 얀센 | CHRYSALIS-2 결과 업데이트(ASCO) | | FDA 조건부 허가 기대 (타그리소 내성) |
| | YH146189(Remedisc) | 스파인 바이오파마 | | 임상 3상 개시 | |
| | YH25724(NASH) | 베링거인겔하임 | | 임상 1a상 완료 | |
| | YH32367(고형암) | 에이비엘바이오 | 임상 1상 IND 제출 | 임상 1상 개시 | |
| | YH35324(Allergy) | GI노베이션 | | 임상 1a상 종료, 1b상 개시 (KR) | |
| | NASH(YHC1102) | 길리어드 | 전임상/독성 진행 | | |
| 레고켐바이오 | LCB14(HER2-MMAF) | 복성제약 | 임상 1b상(유방암) 개시 임상 2상(대장암, 위암, 비소세포폐암) 개시 | 중국 1a상 결과 발표 (ESMO) | |
| | LCB14(HER2-MMAF) | 익수다 | | 임상 1상 개시(US) | |
| | LCB84(Trop2-MMAE) | | | | 임상 1상 개시(US) |
| | LCB73(CD19-pPBD) | 익수다 | | 임상 1상 개시(US) | |
| | LCB71(ROR1-pPBD) | 시스톤 | 임상 1상 개시(US) | | |
| | LCB67(DLK1-MMAE) | 픽시스 | | | 임상 1상 개시(US) |
| 지씨셀 | AB101 | 아티바 | | 임상 1상 중간결과 발표 | 2nd 항체 병용 IND |
| | AB201 | 아티바 | | 임상 1상 IND (US) | |
| 알테오젠 | ALT-L9(아일리아 시밀러) | | 임상 3상 개시 | | |
| | ALT-BB4 (테르가제) | | 국내 임상 환자 첫 투여 | | |
| 한울바이오파마 | HL161 (중증근무력증) | 이뮤노반트 | 임상 3상 개시(US) | | |
| | HL161 (갑상선안병증) | 이뮤노반트 | | 임상 재개시(US) | |
| | HL161 (용혈성빈혈증) | 이뮤노반트 | | 임상 재개시(US) | |
| | HL161 (중증근무력증) | 하버바이오메드 | | 임상 3상 결과 발표 | |
| | HL036 | 하버바이오메드 | | 임상 3상 결과 발표 | |
| | HL036 | 대웅제약 | | 임상 3-2상 결과 발표 | |
| 오스코텍 | SKI-G-801 (AXL) | | 임상 1상 진행 중 | | |
| | Cevidopenib | | | ITP 임상 2상 결과 발표 | |
| 메드팩토 | 백토서팁+키트루다 병용 (대장암) | 머크 | 임상 3상 IND 제출 | 임상 3상 개시 | |
| | 백토서팁 단독 (골육종) | | | | 임상 1b/2상 개시 |
| | 백토서팁+폴록스 병용 (췌장암) | | 임상 1b 결과 (ASCO) | 임상 1b 결과 (ESMO) | |
| | 백토서팁+오니바이드 병용 (췌장암) | 세르비에 (Sevier) | | 임상 1b 결과 (SITC) 임상 2상 개시 | |
| | 백토서팁+임핀지 병용 (비소세포폐암) | 아스트라제네카 | | 임상 2a상 결과 발표 | |
| 네오이문텍 | NIT-109 (옵디보 병용) | BMS | | 임상 1상 중간결과 발표 | |
| | NIT-106 (티센트릭 병용) | 로슈 | 임상 1상 중간결과 발표 | | |
| | NIT-110 (티센트릭 병용) | 로슈 | | 중간결과 발표 | |
| | NIT-110 (키트루다 병용) | 머크 | 임상 2a상 중간 결과 | 임상 2a상 결과 발표 | |

자료: 회사 자료, 언론 보도, Clinicaltrials.gov, 신한금융투자 정리

| 국내 제약/바이오 기업 1H22~23 주요 파이프라인 이벤트 (2) | | | | | |
|---------------------------------------|---------------------|----------|---------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 기업명 | 파이프라인 | 파트너사 | 1H22 | 2H22 | 2023 |
| 에이비엘바이오 | ABL301 | 사노피 | | 임상 1상 IND 신청 예정 | |
| | ABL503(PD-L1-4-1BB) | 아이맵 | 1상 코호트 4 진행 중 | | |
| | ABL101(HER2-4-1-BB) | | | 임상 1상 IND 신청 예정 | |
| | ABL105(BCMA-4-1BB) | 유한양행 | 임상 1상 IND 신청 예정 | | |
| 올릭스 | OLX101A(비대흉터) | 휴젤(아시아) | | 임상 2상 결과 예정 | |
| | OLX301A, 301D(AMD) | 떼아 | | 임상 1상 진입 예정 | |
| | OLX703A(HBV) | | | 임상 1상 진입 예정 | |
| 한미약품 | 톨론티스 | 스펙트럼 | | FDA PDUFA (9/9) | |
| | LAPS-Dual agonist | MSD(머크) | | 임상 2상 결과 발표 | |
| | LAPS-Triple agonist | - | | 임상 2b상 결과 발표 | |
| | 포지오티닙 | 스펙트럼 | | FDA PDUFA (11/24) | |
| | 오락솔 | 아테넥스 | | MHRA 허가 기대 | |
| 종근당 | CKD-506 | - | | IPF/IBD 임상 2상 개시 | |
| | CKD-510 | - | 임상 2상 개시 | | |
| | CKD-702 | - | 임상 1상 part2 진행 중 | | |
| 티움바이오 | TU2670 | 대원제약(국내) | | | 임상 2a상 종료 (EU) & 파트너십 |
| | TU2218(면역항암제 병용) | | | 임상 1a상 환자투여완료 임상 1b상(병용요법) | |
| | TU7710 | - | | 임상 1상 개시 (글로벌) | 임상 1상 완료 |
| 바이젠셀 | VT-EBV-N | | | 임상 2상 환자모집 완료 | |
| | VM-GD(MDSC) | | | 임상 1상 개시 | |
| | VM-AD(MDSC) | | | 임상 1/2a상 IND 제출 | |
| 애플론 | AT101(CD19 CAR-T) | | 임상 1상 개시 (KR) | | |
| | AC101(HER2) | | | | 임상 결과 발표 |
| 유틸렉스 | EU101 | | 임상 1/2상 진행 중 (US, KR, CN) | | |
| | EBViNT(EU204) | | 임상 1/2a상 중간결과 | | |
| | WTiNT(EU210) | | | 임상 IND 신청 예정 | |
| 에이비온 | ABN401(C-met) | | 임상 2상 개시 | | 임상 2상 중간 결과 |
| 브릿지바이오 | BBT-176 | | 임상 1/2상 중간결과 발표 | 임상 1/2상 중간결과 업데이트 | |
| | BBT-877 | | FDA 미팅 결과 수령 | 임상 2상 개시 | |
| | BBT-401 | | | 임상 2a상 중간 결과 발표 | |
| 큐로셀 | CRC01(CD19 CAR-T) | | 임상 2상 진행 중 | | 임상 2상 완료 |
| HK이노엔 | 케이캡 | 세벨라(US) | | 미국 임상 1상 결과 | 미국 임상 3상 개시 |
| | IN-A008(EGFR C797S) | | | 전임상 결과 발표 | 임상 1상 개시 |
| 대웅제약 | 이나보글리플로진 | | 국내 허가 신청 | 국내 허가 | 국내 출시 |
| | 펙수클루(펙수프라잔) | | | 국내 출시 | |
| 녹십자 | IVIG-SN 10% | | | FDA BLA 재제출 | FDA 승인 |
| 동아에스티 | DMB-3115(스텔라라 BS) | | | 임상 3상 결과 및 허가 신청 | 승인 및 제품 출시 |

자료: 회사 자료, 언론 보도, Clinicaltrials.gov, 신한금융투자 정리

Check point #2. 라이선스 계약(기술이전)

기술이전의 '양보다는 질' 평가 움직임 활발

임상 데이터와 함께 바이오텍 추가에 큰 영향을 주는 모멘텀으로 라이선스 계약, 즉 기술이전이 있다. 하지만 국내 기업들의 기술이전이 제한적이었던 과거와는 달리 최근에는 글로벌 업체로의 기술이전이 활발해졌다. 이 과정에서 기술이전된 파이프라인들의 반환이나 기술이전 이후 더딘 개발 속도 등 기술이전 이후 기대를 하회하는 성과들 역시 포착됨에 따라 최근에는 기술이전의 '양보다는 질'을 평가하고자 하는 투자자들의 움직임이 활발하다.

물론 '좋은 기술이전'에 대한 정답은 없다. 기술이전 시점에서 유망한 기술이 이후 새로운 기술을 기반으로 등장한 신약을 바탕으로 더 이상 유망한 기술이 아닐 수 있으며, 개발 단계에서의 임상 성과 역시 미리 예상하는 것이 결코 쉽지 않기 때문이다.

좋은 기술이전에 대한 정답 없어. 다만 기술이전 상대방, 글로벌 트렌드 여부, 개발 속도, 계약 구조 등 살펴볼 필요

그럼에도 불구하고 기술이전 계약을 바라보는 관점에 있어서 1) 기술이전 상대방이 해당 시장에서 상업화 경험이 풍부한 기업 또는 인력을 갖춘 기업인지, 2) 글로벌 대형 제약사들의 관심이 높은 시장, 기술인지, 3) 기술이전 상대방이 해당 파이프라인 또는 플랫폼에 대한 니즈가 큰 기업인지 등을 복합적으로 고려할 필요가 있다. 또한 단순히 계약 총액을 기준으로 평가하는 것이 아닌 4) 개발 속도 역시 중요하다. 이는 계약금 수령 이후 개발 단계에 따라 수령하는 마일스톤의 유입과 밀접한 관계가 있으며, 동시에 상업화 속도에 따라 이후 기대 가능한 로열티 역시 달라질 수 있기 때문이다. 마지막으로 5) 기술이전이 무조건적인 기업가치의 상승은 아니다. 기술이전 시 계약금, 마일스톤, 로열티라는 수익 구조가 존재하나 이와 직접 개발 시 소요되는 비용을 차감한 기대 수익을 비교할 필요도 있다.

대표적인 사례로 레고캠바이오가 있다. 레고캠바이오는 ADC(Antibody-Drug Conjugate, 항체-약물 복합체) 플랫폼 기술을 바탕으로 플랫폼 기술이전 뿐만 아니라 ADC 물질 기술이전 역시 다수 체결한 바 있다. 하지만 레고캠바이오의 ADC 기술이전 성과에 대해 많은 투자자들은 1) 국내에서 다소 생소한 파트너사, 2) 국내 플랫폼 바이오텍들의 기술이전 대비 상대적으로 작은 계약총액 등을 이유로 해당 성과들에 대한 관심이 낮다. 하지만 레고캠바이오의 기술이전을 살펴보면 대표적인 '양보다 질'에 집중한 기술이전으로 판단된다. 먼저 기술이전 상대방이 ADC 또는 그 외 시장에서 상업화 경험이 풍부한 인력들을 보유한 기업들이다. 플랫폼과 물질 기술이전을 체결한 바 있는 익수다(Iksuda)의 경우 다수의 상업화된 ADC의 연구개발을 주도한 인력들로 구성되어 있다. 픽시스(Pyxis) 역시 글로벌 신약 상업화 또는 ADC 신약 개발 경험이 풍부한 인력으로 구성되어 있다. 한편 개발에 대한 니즈와 개발 속도가 빠른 기업도 있다. 시스톤(CStone)은 2020년 10월 ROR1 ADC를 기술이전한 이후 약 1년 반이 지난 2022년 3월 31일 글로벌 1상 첫 환자 투약이 이뤄졌음을 발표할 만큼 높은 개발 의지와 속도를 보여준 바 있다. 그 외에도 제3자 기술이전 시 기존 계약총액과 더불어 추가 수익 배분 조항도 포함하는 등 '좋은 기술이전'을 위한 다양한 노력과 성과들을 확인할 수 있다.

2015년 이후 주요 국내 기술이전 사례 정리 (1)

| 일자 | 개발사 | 계약상대 | 제품명, 적응증 | 계약규모(십억원) | 비고 |
|---------|-----------|-------------|----------------------------|-----------|-------------|
| 2015.03 | 한미약품 | 일라이 릴리 | HM71224 류마티스관절염 | 780.0 | 반환 |
| 2015.07 | 한미약품 | 베링거인겔하임 | HM61713 폐암 | 850.0 | 반환 |
| 2015.11 | 한미약품 | 안센 | HM12525A 당뇨/비만 | 1,058.8 | 반환 |
| 2015.11 | 한미약품 | 사노피 | 퀀텀프로젝트 당뇨신약 후보물질 | 5,184.5 | 반환 |
| 2016.01 | 크리스탈지노믹스 | 엡트즈 바이오사이언스 | 급성백혈병 신약 후보물질 | 352.4 | |
| 2016.09 | 한미약품 | 제넨텍 | HM95573 | 1,001.0 | |
| 2016.11 | 코오롱생명과학 | 미쓰비시다나베 | 인보사 | 500.0 | 계약취소통보 |
| 2016.12 | 동아에스티 | 애브비 | 면역항암제 MerTK 저해제 | 630.0 | |
| 2017.12 | 제넥신 | 아이맵 | 하이루킨 | 600.0 | |
| 2017.12 | 한올바이오파마 | 로이반트 사이언스 | HL161 | 619.8 | |
| 2018.07 | 에이비엘바이오 | 트리거 테라퓨틱스 | ABL101외 4종 항암제 | 616.3 | |
| 2018.08 | JW중외제약 | 레오파마 | 아토피피부염 치료제 | 470.0 | |
| 2018.11 | 유한양행 | 안센 | 비소세포폐암 치료제 | 1,405.1 | |
| 2018.11 | 코오롱생명과학 | 먼디파마 | 유전자치료제 | 668.0 | 계약금 반환 |
| 2018.11 | 인트론바이오 | 로이반트 사이언스 | 슈퍼박테리아항생제 | 747.3 | |
| 2018.11 | 에이비엘바이오 | 트리거 테라퓨틱스 | 이중항체 | 666.2 | |
| 2019.01 | 유한양행 | 길리어드 사이언스 | NASH 치료제 | 900.0 | |
| 2019.02 | SK바이오팜 | 아벨 테라퓨틱스 | 뇌전증 치료제 | 610.0 | |
| 2019.03 | 레고켐바이오 | 다케다 | ADC 플랫폼 | 450.0 | |
| 2019.07 | 브릿지바이오 | 베링거인겔하임 | 폐섬유증 치료제 | 1,518.3 | 반환 |
| 2019.07 | 유한양행 | 베링거인겔하임 | NASH 치료제 | 1,005.0 | |
| 2019.11 | 지아이이노베이션 | 심시어 | 면역항암제 | 939.3 | |
| 2019.11 | 큐라티스 | 인도네시아 국영기업 | 성인 청소년 결핵백신 | 1,200.0 | |
| 2019.12 | 알테오젠 | 글로벌 10대 제약사 | SC 제형 변형 플랫폼 | 1,634.3 | |
| 2020.04 | 레고켐바이오 | 익수다 테라퓨틱스 | ADC 플랫폼 | 496.3 | |
| 2020.05 | 레고켐바이오 | 익수다 테라퓨틱스 | ADC 항암신약 후보물질 | 278.4 | |
| 2020.06 | 알테오젠 | 글로벌 10대 제약사 | SC 제형 변형 플랫폼 | 4,677.0 | |
| 2020.08 | 한미약품 | 머크 | HM12525A NASH | 985.7 | |
| 2020.08 | 유한양행 | 프로세사 | YH12852 위장관질환 | 464.5 | |
| 2020.10 | 올릭스 | 떼아 오픈 이노베이션 | RNAi 안과질환 신약 후보물질 | 916.0 | |
| 2020.10 | SK바이오팜 | 오노약품공업 | 세노바메이트 | 578.8 | |
| 2020.10 | 보로노이 | 오릭 | 고형암 신약 후보물질 | 705.3 | |
| 2020.10 | 레고켐바이오 | 시스톤 파마슈티컬 | ADC 항암신약 후보물질 | 409.9 | |
| 2020.12 | 레고켐바이오 | 픽시스 온콜로지 | ADC 항암신약 후보물질 | 325.5 | |
| 2021.01 | 지씨셀/아티바 | 머크 | CAR-NK 세포치료제 3종 | 2,090.0 | |
| 2021.01 | 알테오젠 | 인타스 | SC 제형 변형 플랫폼 | 1,200.0 | |
| 2021.02 | 제넥신 | KGBIO | 면역항암제 GX-17 | 1,218.5 | |
| 2021.03 | 이문온시아 | 3D메디슨 | CD47 항체 신약후보물질 IMC-002 | 540.0 | |
| 2021.03 | 펩트론 | 치루 파마슈티컬스 | 표적항암 항체치료제 후보물질 PAb001-ADC | 616.2 | |
| 2021.04 | 한독, CMG계약 | AUM바이오사이언스 | CHC2014 | 193.4 | |
| 2021.06 | 대웅제약 | 뉴로가스트릭스 | P-CAB 제제 신약 펙수프라잔 | 508.6 | |
| 2021.06 | 레고켐바이오 | 익수다 테라퓨틱스 | ADC 플랫폼 | 920.0 | 계약금액 증가로 정정 |

자료: 신한금융투자 정리

2015년 이후 주요 국내 기술이전 사례 정리 (2)

| 일자 | 개발사 | 계약상대 | 제품명, 적응증 | 계약규모(십억원) | 비고 |
|---------|---------|----------------|---------------------------------|-----------|----|
| 2021.10 | 큐라클 | 떼아 오픈 이노베이션 | 당뇨병성 황반부종 및 습성 황반변성 치료제 CU06-RE | 190.7 | |
| 2021.10 | 고바이오랩 | SPH Sine 파마슈티컬 | 마이크로바이옴 신약 후보물질 KBL697, KBL693 | 125.3 | |
| 2021.11 | 한미약품 | 엡토즈 바이오사이언스 | 항암신약 HM43239 | 496.1 | |
| 2021.11 | 보로노이 | 피라미드 바이오사이언스 | 신약 후보물질 VRN08 | 1,000.4 | |
| 2021.11 | 레고켐바이오 | 소티오 바이오텍 | ADC 플랫폼 | 1,212.7 | |
| 2021.12 | HK이노엔 | 세벨라 | P-CAB 제제 케이캡 북미지역 권리 | 6,430.0 | |
| 2021.12 | 레고켐바이오 | 익수다 테라퓨틱스 | HER2 ADC 후보물질 LCB14 | 11,180.0 | |
| 2022.01 | 에이비엘바이오 | 사노피 | 파킨슨병 신약 후보물질 ABL301 | 11,820.0 | |

자료: 신한금융투자 정리

(1) 파이프라인 가치 산출을 위한 벨류에이션 tool, 'rNPV'

rNPV는 파이프라인 가치 산정을 위한 가장 일반적인 방식

기술이전이 무조건적으로 '기업가치의 상승'을 의미하지 않는다는 것을 이해하기 위해서는 'rNPV(Risk-adjusted Net Present Value)'로 불리는 가장 일반적으로 활용되는 파이프라인 가치 산정을 위한 벨류에이션 방식에 대해 이해할 필요가 있다.

rNPV란 신약 파이프라인의 가치를 산정하기 위한 방식으로 상업화 이후 기대되는 매출액과 개발을 위해 소요되는 시간 및 비용, 그리고 임상 단계별 다양한 변수들을 고려하여 산정된다. DCF(Discounted Cash Flows) 방식을 통해 각 연도별 현금흐름을 할인율 값으로 할인하여 현재가치로 변환, 단계별 위험 가능성을 적용해 합산된 일종의 위험 조정 미래 예상 현금흐름이라고 볼 수 있다. rNPV 벨류에이션의 산출 식은 아래와 같다.

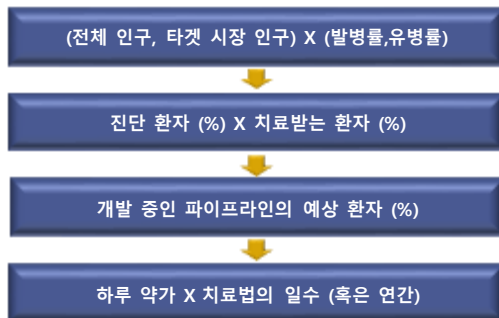
rNPV 산출 공식

$$rNPV = NPVPR_0 - \sum_{i=0}^n NPVC_iR_0/R_i$$

PR₀ =상업화이후 총기대수익
 C_i =해당 임상 단계에서 소요되는 비용
 R_i =해당 임상 단계에서 시판까지 성공 확률

자료: Nature, 신한금융투자

기대 수익 추정 흐름



자료: Torrey partners, 신한금융투자

rNPV 산정을 위한 구성 요소는 크게 네 가지. 매출, 비용, 리스크, 시간

이처럼 rNPV를 산정하기 위한 구성 요소는 크게 네 가지로 구분 지어볼 수 있다. 첫 번째로는 임상 개발 성공 시 기대 가능한 의약품의 매출액(Revenue), 두 번째로는 각 임상 단계별, 연도별 예상 소요 비용(Cost), 세 번째는 각 임상 단계별 예상되는 위험 요소(Risk), 마지막은 시간(Time)이다.

먼저, 기대 매출을 산정하기 위해 필요한 요소들은 대표적으로 해당 신약이 타겟하고자 하는 적응증 시장의 환자 수 또는 시장 규모가 있다. 세부적으로는 해당 적응증 환자의 연간 유병률, 평균 생존기간, 기존 치료 요법이 존재할 경우 내성 환자 비율 등 다양한 변수들이 해당된다. 이를 바탕으로 예상되는 연간 약가를 적용하여 연도별 예상 매출을 산정한다. 일반적으로 임상 단계의 신약 파이프라인의 경우 예상 약가는 기존 상업화되어 있는 해당 적응증 시장에서의 경쟁 약물 또는 유사한 기전의 약물을 참고한다.

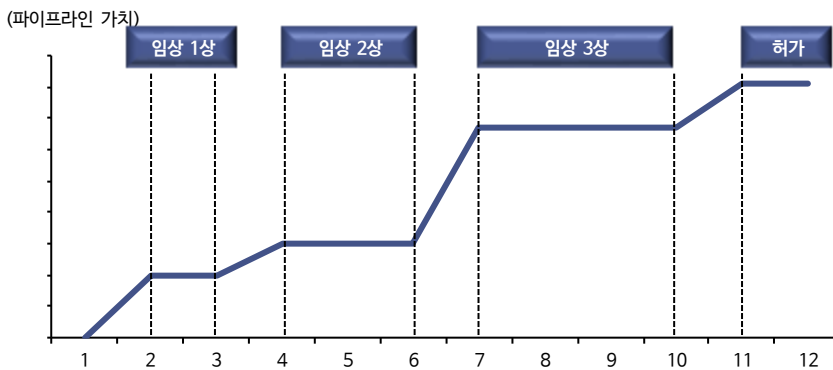
임상 단계에 따른 소요
비용 및 시간 상이.
성공확률 역시 단계별,
적응증별 차이 존재

두 번째로 각 임상 단계별, 연도별 예상 소요 비용은 일반적인 제약 산업 평균 개발 비용을 적용할 수 있다. 적응증별, 기술별 차이에 따라 요구되는 임상 대상 수가 상이하고, CRO, CDO를 활용하는지 여부 등 여러 대외 환경 변수에 따라 차이도 다소 존재하겠으나 통상적으로 임상 1상과 임상 2상의 경우 임상 대상 당 약 8천달러에서 1.5만달러가 소요되는 것으로 알려져 있으며, 임상 3상의 경우에는 대상 당 약 4천달러에서 7.5천달러가 소요되는 것으로 알려져 있다.

다음으로 각 임상 단계별 예상되는 위험 요소는 임상 단계별 성공 확률을 고려하는 것으로 이 역시 과거 임상 사례들을 분석한 통계 데이터를 통해 적용할 수 있다. 앞선 개발 비용의 사례와 마찬가지로 임상 단계별 성공 확률 역시 임상을 진행 중인 기업의 규모, 기술별, 적응증별 차이는 존재하겠으나, 일반적인 신약의 경우 각 임상 단계별 성공 확률은 임상 1상 63.2%, 임상 2상 30.7%, 임상 3상 58.1%, 최종 허가 85.3%로 나타난다. 앞서 언급한 바와 같이 기술별, 적응증별 성공확률은 상이할 수 있는 만큼 보다 정교한 가치 산정을 위해서는 해당 임상 파이프라인에 가장 적합한 기준의 성공확률을 적용하는 것이 타당하다.

마지막으로 시간의 경우 앞서 언급한 바와 같이 rNPV 밸류에이션이 DCF 방식을 통해 각 연도별 현금흐름을 할인율 값으로 할인하여 현재가치로 변환, 단계별 위험 가능성을 적용해 합산된 일종의 위험 조정 미래 예상 현금흐름인 만큼 할인율(discount rate)을 적용할 필요가 있다. 당연하게도 오늘의 1달러는 내년의 1달러와 가치가 동일하지 않기 때문이다. 이 경우에도 신약 개발사들의 평균 할인율을 적용하기도 하나, 보다 정확한 산정을 위해서는 재무학에서 다루는 WACC(Weighted Average Cost of Capital)을 통한 개별 기업의 할인율을 적용할 수 있다. 통상적인 전임상 단계의 파이프라인을 보유한 신약 개발사의 경우 평균 할인율은 17.7%로 나타나며, 임상 단계 신약 개발사의 경우에는 13.3%에서 13.6%를, 상업화 단계의 신약 개발사는 8.7%를 적용한다. 할인율이 클수록 미래 현금흐름의 할인이 크게 적용되는 만큼 상대적으로 현재가치는 크게 감소하게 된다.

신약 개발 단계에 따른 rNPV 가치 변화 예시



자료: 신한금융투자

| 질환군별, 임상 단계별 성공 확률 | | | | |
|--------------------|-------|-------|------------|------------|
| 질환군 | 1상→2상 | 2상→3상 | 3상→NDA/BLA | NDA/BLA→허가 |
| 혈액 | 73.3% | 56.6% | 75.0% | 84.0% |
| 감염 | 69.5% | 42.7% | 72.7% | 88.7% |
| 안과 | 84.8% | 44.6% | 58.3% | 77.5% |
| 기타 | 66.7% | 39.7% | 69.6% | 88.4% |
| 대사 | 61.1% | 45.2% | 71.4% | 77.8% |
| 소화계 | 75.6% | 35.7% | 60.6% | 92.3% |
| 알러지 | 67.6% | 32.5% | 71.4% | 93.8% |
| 내분비계 | 58.9% | 40.1% | 65.0% | 86.0% |
| 호흡기 | 65.3% | 29.1% | 71.1% | 94.6% |
| 비뇨기 | 57.1% | 32.7% | 71.4% | 58.7% |
| 자가면역 | 65.7% | 31.7% | 62.2% | 86.0% |
| 신경계 | 59.1% | 29.7% | 57.4% | 83.2% |
| 심혈관계 | 58.9% | 24.1% | 55.5% | 84.2% |
| 정신계 | 53.9% | 23.7% | 55.7% | 87.9% |
| 항암 | 62.8% | 24.6% | 40.1% | 82.4% |
| 전체 평균 | 63.2% | 30.7% | 58.1% | 85.3% |

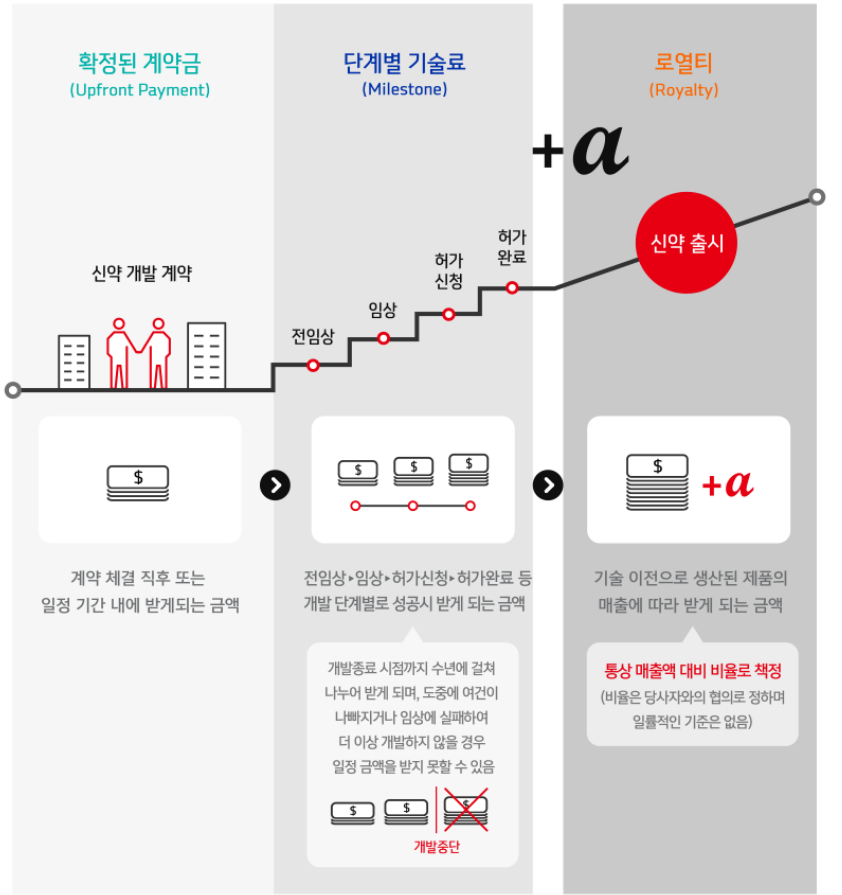
자료: Biotechnology, 신한금융투자 정리

기술이전 계약은 크게
계약금, 마일스톤,
로열티로 구분

(2) 신약 기술이전 계약의 구조

신약 기술이전 계약은 기업간, 계약 물질간 서로 차이가 존재하나, 큰 틀에서 갖는 공통점은 존재한다. 통상적으로 계약금(Upfront), 임상/허가 및 상업화에 따른 단계별 수령 가능한 마일스톤(Milestone), 시판 후 연간 매출액 또는 순매출액에 따라 일정 비율로 수령 가능한 로열티(Royalty)로 구분된다. 국내 상장 기업들의 경우 기술이전 계약 체결 시 일반적으로 계약상대방과 계약의 내용, 계약기간, 계약금액 등을 공시한다.

신약 기술이전 계약 구조



자료: 회사 자료, 신한금융투자

물질/플랫폼의 차이에 따른
계약금 규모 상이할 수 있음

계약금은 용어 그대로 계약을 체결하는 시점에서 선수금으로 지급하는 금액으로 보통 현금을 지급하는 것이 일반적이나 상대 기업에 따라 현금 일부와 해당 기업의 지분을 지급하는 경우도 존재한다. 계약금의 규모는 보통 기술이전 이전까지 원 개발사가 개발에 소요한 시간 및 비용에 대한 가치를 감안하여 산정되며 이로 인해 전임상 또는 임상 초기 단계일 경우 규모가 미미하며, 임상 후기 단계로 갈수록 계약금의 규모는 확대되는 경향을 나타낸다. 한편 플랫폼 기술이전의 경우 원 개발사가 직접 개발한 후보물질이 아닌 계약 상대방이 해당 플랫폼을 적용하여 후보물질 도출 및 임상 개발을 수행해야 하는 만큼 신약 후보물질 기술이전 대비 계약금은 작은 경우가 많다.

마일스톤은 임상/허가 및 상업화에 따라 수령하는 금액이다. 일반적으로 임상 진입이나 첫 환자 투약 시점, 또는 임상 종료 시점에서 수령하게 되며 상업화 시점 및 상업화 이후 특정 매출 규모 달성 시에도 수령하는 경우도 존재한다. 기술이전을 하는 상대 기업 입장에서는 기술이전에 따른 위험 부담을 최소화하기 위해 상대적으로 낮은 계약금 대신 높은 마일스톤을 보장하는 경우가 일반적이며, 임상 초기 단계보다 후기 단계 및 상업화로 갈수록 지급하는 마일스톤을 키우는 구조로 계약을 체결하게 된다. 통상적으로 기술이전 계약 공시 시 계약금과 마일스톤을 합산한 계약 총액을 공시하게 되나, 계약금은 반환 불가능한 금액인 반면 마일스톤은 임상 성과에 따라 수령 가능 여부가 결정되는 만큼 수령이 불가능한 경우도 존재한다.

마지막으로 로열티는 해당 후보물질이 상업화에 성공한 이후 원 개발사에게 매출액 또는 순매출액의 일정 비율을 지급하는 것으로 적게는 한 자릿수대에서부터 많게는 두 자릿수 초반대의 비율로 로열티를 지급하게 된다. 로열티의 경우 상업화 과정에서의 리스크와 상업화 이후 매출액 추정이 어려운 만큼 기술이전 계약 체결 시 별도로 로열티 금액을 공시하지 않는다.

(3) 기술이전에 따른 주요 rNPV 밸류에이션 가정 변화

기술이전 시 rNPV 주요
가정 변화. 기대 매출 변화,
기대 현금흐름 변화,
성공확률 및 할인율 변화가
대표적

기술이전 계약 시 rNPV 밸류에이션에서의 주요 가정들 중 일부가 변화하게 된다. 대표적으로는 1) 기대 가능한 매출액의 변화, 2) 기대 현금흐름의 변화, 3) 성공확률 및 할인율의 변화가 해당된다.

기술이전 계약 체결 이전의 rNPV 밸류에이션에서의 기대 매출액은 상업화 시점부터 발생 가능한 신약의 실제 매출액이 된다. 하지만 기술이전 이후에는 상업화 이전 시점에서는 기술이전 계약에 따라 수령하게 되는 계약금과 마일스톤을 인식하게 되며, 상업화 이후에는 전체 매출액을 인식하는 것이 아닌 로열티 수령 비율에 따라 기술이전 상대방으로부터 로열티를 수령하게 된다. 따라서 상업화 이전에는 기존 rNPV 밸류에이션에서 반영되지 않았던 추가적인 계약금 및 마일스톤이 가까운 시점에서 발생한다는 점에서 긍정적이다. 하지만 상업화 이후에는 기존 수령할 것으로 기대했던 전체 매출액이 아닌 매출액에서의 일정 비율만 수령하게 되므로 기술이전 이전의 rNPV 밸류에이션에서의 매출액 대비 발생하게 되는 매출액은 감소하게 된다.

기술이전 상대방에 따라
상이한 성공확률 및 할인율
적용할 필요

기대 매출액의 변화와 함께 기대 현금흐름의 변화도 존재한다. 앞서 언급한 바와 같이 상업화 이전 단계에서 수령하는 계약금과 마일스톤은 별도 매출원가 반영 없이 세금을 제한 금액이 현금흐름에 반영된다. 또한 상업화 이후에 수령하는 로열티 역시 기술이전 이전과는 달리 매출원가의 개념이 존재하지 않는 만큼 계약금 및 마일스톤과 마찬가지로 세금만 제한 금액이 현금흐름에 반영된다. 참고로 기술이전 이전의 rNPV에서는 상업화 이후 매출액에서 매출원가를 제하고 세금까지 제한 금액이 현금흐름으로 반영된다.

마지막으로 기술이전 시 rNPV 밸류에이션의 성공확률 및 할인율의 변화도 가능하다. 초기 단계의 바이오텍 또는 상업화 경험이 부족한 신약 개발사들의 경우 동일한 물질이더라도 임상 디자인 및 임상 개발 역량에서 글로벌 상위 제약사들 대비 노하우나 성과는 부족하다. 따라서 기술이전 상대방이 글로벌 상위 제약사 또는 상업화 경험이 풍부한 신약 개발사인 경우 성공확률은 기존 rNPV 밸류에이션 대비 소폭 상향 조정될 수 있다. 실제 임상 단계 파이프라인의 상업화에 영향을 미치는 다양한 변수들 중 적응증, 임상 결과 외에도 개발사가 상업화에 성공한 경험이 있는지 유무도 적지 않게 중요한 역할을 차지한다.

한편 할인율에서도 변화가 존재할 수 있다. 초기 단계의 바이오텍 또는 상업화 경험이 부족한 신약 개발사들의 경우 안정적으로 창출되는 현금흐름이 부재한 경우가 많다. 즉 할인율에서 적용되는 자본비용(cost of capital)에서 차이가 존재할 수 있다. 일반적으로 안정적인 현금흐름 창출이 가능한 기업들의 경우 차입을 위해 부담해야 하는 자본비용은 바이오텍 또는 상업화된 제품이 없어 현금흐름이 불안정한 기업들 대비 낮다. 즉 할인율이 기술이전 이전의 rNPV 밸류에이션에 적용된 값 대비 하락할 가능성이 크다. 이는 전체 파이프라인 가치의 상향 조정으로 이어지는 만큼 rNPV 밸류에이션 시 할인율 변화도 적용하는 것이 타당하다. Jonathan Stasior et al.에 따르면 아래 표와 같이 일반적인 상업화 단계 제품을 보유한 신약 개발사의 경우 할인율은 8.7% 수준인 반면 임상 단계 파이프라인을 보유한 기업은 13.3~13.6%, 전임상 단계의 파이프라인을 보유한 기업은 17.7%로 나타난다.

신약 개발사들의 보유 파이프라인 단계에 따른 평균 할인율

| 신약 개발사의 파이프라인 단계 | WACC(평균) |
|------------------|------------|
| 전임상(Preclinical) | 17.70% |
| 임상(Clinical) | 13.3~13.6% |
| 상업화(Market) | 8.70% |

자료: Jonathan Stasior et al., 신한금융투자

(4) 결론

기술이전에 따른 rNPV
밸류에이션 기준 파이프라인
가치 감소는 일반적.

다만 이를 기술이전이 부정적
이라는 의미로 해석될 필요는
없어. 가치 외의 긍정적
기대 효과 및 다양한 리스크
감소 가능성 검토 필요

기술이전 발표 이후 기업가치가 상승 또는 하락하는 경우는 결국 rNPV 밸류에이션에서의 주요 가정들의 변화에 기인한다. 앞서 언급한 바와 같이 기술이전을 체결할 경우 크게 1) 기대 매출액의 변화, 2) 기대 현금흐름의 변화, 3) 성공확률 및 할인율의 변화가 나타난다. 즉 기술이전 계약 체결로 해당 세 가지 항목들에 서의 변화가 rNPV 밸류에이션 가치를 상승시키는 경우, 예를 들어 계약금 및 마일스톤으로 수령하게되는 단기 현금흐름이 상업화 이후에 기대 매출액 대비 규모가 크거나 글로벌 상위 제약사로 기술이전 됨에 따라 할인율 및 성공확률이 상향 조정되는 등의 경우 파이프라인 가치는 상승하게 된다.

하지만 일반적인 경우 기술이전 계약 체결 시 상업화 이후 기대 매출액이 로열티 수령으로 변화함에 따라 감소하는 것이 일반적이며, 이 경우 rNPV 밸류에이션을 적용 시 해당 의약품의 파이프라인 가치 하락은 불가피하다.

그렇다고 해서 기술이전을 무조건 파이프라인 가치의 하락이라는 이유 만으로 부정적으로 해석할 필요도 없다. 앞서 언급한 바와 같이 1) 기술이전 상대방이 해당 시장에서 상업화 경험이 풍부한 기업 또는 인력을 갖춘 기업인지, 2) 글로벌 대형 제약사들의 관심이 높은 시장, 기술인지, 3) 기술이전 상대방이 해당 파이프라인 또는 플랫폼에 대한 니즈가 큰 기업인지 등을 복합적으로 고려할 필요가 있다. 또한 단순히 계약 총액을 기준으로 평가하는 것이 아닌 4) 개발 속도 역시 중요하다. 이는 계약금 수령 이후 개발 단계에 따라 수령하는 마일스톤의 유입과 밀접한 관계가 있으며, 동시에 상업화 속도에 따라 이후 기대 가능한 로열티 역시 달라질 수 있기 때문이다. 즉 rNPV 밸류에이션을 통해 산출된 파이프라인 가치 외에도 긍정적인 기대 효과 및 다양한 리스크 감소 가능성들에 대해서도 검토하고 평가할 필요가 있다.

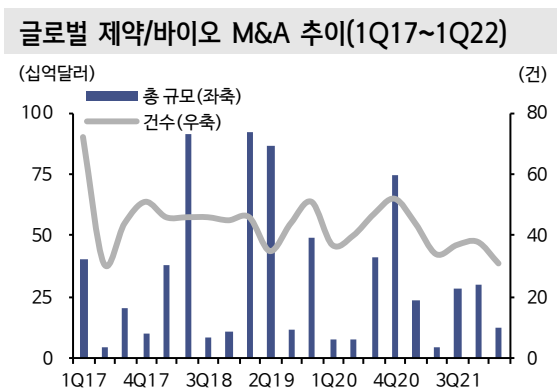
Check point #3. 글로벌 기업들의 투자

글로벌 제약사들은 지속적인 기술 도입과 M&A 통한 성장 동력 확보 중요. 이에 따른 투자 트렌드 주목할 필요

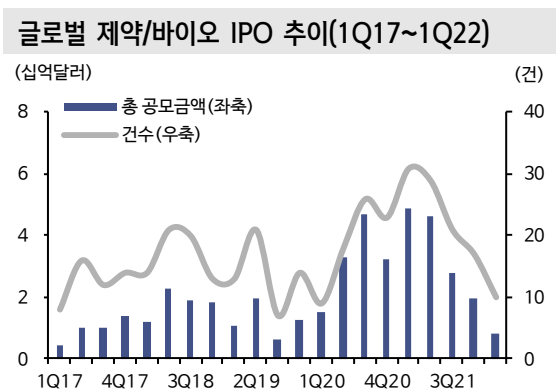
글로벌 기업들의 투자 트렌드도 모멘텀으로 작용 가능하다. 제약바이오 산업 특성상 주력 신약 품목들의 특허만료에 따른 매출 감소는 불가피하기 때문에 지속적인 기술 도입과 M&A를 통한 성장 동력 확보가 중요하다. 최근 M&A 추이를 살펴보면 2021년 이후로 총 규모뿐만 아니라 건수도 하락하고 있는 상황이다. 2018년부터 매년 20조원 이상의 빅 딜이 있었던 상황과는 분위기가 다르다. 최근 나스닥 바이오텍 IPO 추이에서도 확인할 수 있다. 나스닥에는 현금성자산 보유량이 시가총액보다 높은 중소형 바이오텍도 등장하고 있다. 이런 이유는 코로나19 시기에 과도하게 급등한 바이오텍들의 밸류가 원인으로 생각된다.

하지만 기업들의 현금흐름은 더 좋아졌으며, 코로나 19의 수혜를 입은 일부 기업들은 막대한 현금력을 확보한 상황이다. 바이오텍의 밸류 하락은 지속되고 있어 하반기나 중장기적인 시점에 공격적인 투자가 시작될 것이다. 다만 투자는 차세대로 평가받는 기술 혹은 분야에 집중될 것으로 판단된다. 예를 들어 AI, TPD, Gene & Cell Therapy, Conjugate(ADC 등), CNS 분야가 대표적이다. 올해 최대 M&A 딜이었던 화이자의 바이오헤브 116억달러 인수 건 역시 CNS 분야에 대한 투자였다. 최근 라이선스 딜 트렌드를 살펴보면 2월 안센과 릴리가 각각 새로운 페이로드가 활용된 ADC 플랫폼에 투자했으며, 그 외의 높은 규모의 계약은 약물 발굴 단계의 AI 플랫폼에 집중돼있다.

바이오텍의 반등이 일어날 수 있는 시기는 이처럼 글로벌 바이오텍에 대한 우호적인 현금흐름이 확인되는 때다. 앞에서 언급한대로 글로벌 대형 제약사들은 대량의 현금 여력을 확보하고 있다. 아직까지 M&A가 활발하게 일어나고 있지 않지만 밸류가 바닥에 근접했다고 판단하는 시기에 대형 제약사들의 공격적인 투자가 예상되는 만큼 자금동향을 주목할 필요가 있다.



자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자



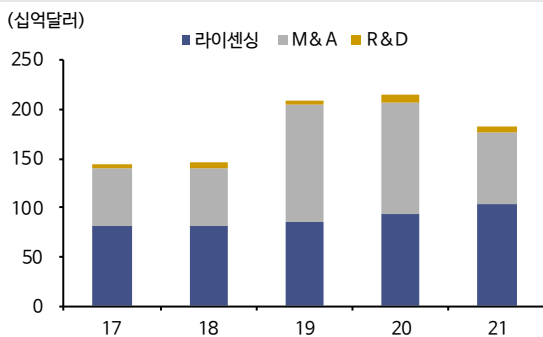
자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자

연초 이후 글로벌 주요 M&A 현황

| 발표날짜 | 인수기업 | 피인수기업 | 계약 규모 (백만달러) | 비고 |
|------------|--------------------------|-----------------------------------|--------------|--------------------------------|
| 2022.01.05 | NATCO Pharma | Dash Pharmaceuticals | 18 | 제네릭 |
| 2022.01.07 | Kriya Therapeutics | Warden Bio | | AAV 유전자치료제 |
| 2022.01.10 | Takeda | Adaptate Biotherapeutics | | 감마델타 T세포치료제 |
| 2022.01.10 | Castle Creek Biosciences | Novavita Thera | | Hepatocytes |
| 2022.01.13 | Journey Medical | VYNE Therapeutics의 플랫폼 | 475 | 피부질환 |
| 2022.01.19 | UCB | Zogenix | 1,900 | 희귀 CNS질환 |
| 2022.01.26 | FUJIFILM Holdings | Atara Biotherapeutics의 공장 | 100 | CGT CDMO 설비 |
| 2022.01.27 | Ocugen | Liminal Biosciences 백신 공장 | | 백신 생산 설비 |
| 2022.01.28 | 삼성바이오로직스 | 삼성바이오에피스(바이오젠 지분) | 2,300 | 바이오젠 보유 삼성바이오에피스 지분 50%-1주 |
| 2022.02.01 | Sorrento Therapeutics | Virex Health | | 항암제 |
| 2022.02.14 | Collegium Pharmaceutical | BioDelivery Sciences | 604 | 진통 & 항암제 |
| 2022.02.16 | Equillium | Bioniz Therapeutics | 308 | 사이토카인 억제 |
| 2022.02.22 | Panbela Therapeutics | Cancer Prevention Pharmaceuticals | 60 | 진단 |
| 2022.02.25 | Biohaven Pharmaceutical | Channel Biosciences | 1,238 | Kv7 플랫폼 기반 CNS 질환 |
| 2022.02.28 | Biocon | Viatrix의 바이오시밀러 사업부 | 3,335 | 바이오시밀러 사업부 |
| 2022.03.01 | AbbVie | Syndesi Therapeutics | 1,000 | SV2A 타겟 CNS 질환 |
| 2022.03.14 | Sandoz | Coalesce Product Development | | 호흡기질환 의약품 |
| 2022.04.07 | Pfizer | Reviral | 525 | 경구용 RSV 신약 개발 |
| 2022.04.13 | GSK | Sierra Oncology | 1,900 | 희귀 항암신약 개발사 (대표물질 Momelotinib) |
| 2022.04.13 | Halozyme | Antares Pharma | 960 | Auto injector 기술 기업 |
| 2022.04.19 | Regeneron | Checkmate Pharmaceuticals | 250 | TLR-9 agonist |
| 2022.04.19 | 지씨셀 | Biocentriq | 73 | CGT CDMO |
| 2022.05.10 | Pfizer | Biohaven Pharmaceuticals | 11,600 | 편두통 치료제 및 CNS |
| 2022.05.13 | 롯데 | BMS | 160 | 바이오의약품 CDMO |

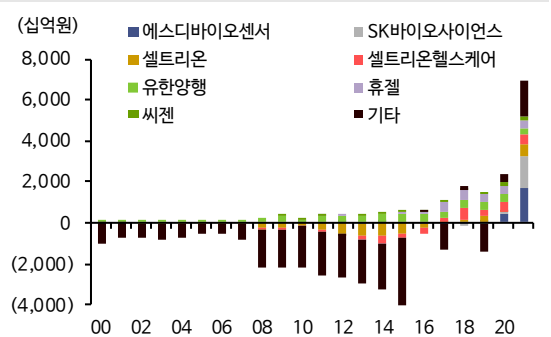
자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자 정리 / 주: 계약 규모 공란은 미공개를 의미

글로벌 대형 제약사 투자 규모 추이



자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자

국내 제약/바이오 기업 순현금 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

신약 개발사 투자의견
‘Underweight’ 유지.

Top pick으로는 레고켐바이오
제시

한편 매크로 환경 악화가 상반기보다 심해질 수 있다는 점도 악재로 작용할 수 있다. 금리는 하반기 동안 우상향하는 그림이 예상되며 성장주인 바이오텍의 투심 악화가 전망된다. 자금조달 상황도 좋지 않다. 코로나19 당시 상승한 주가에서 전환사채(CB)를 발행한 기업들의 주가는 급락했다. 리픽싱한 가격보다도 낮은 상황이기 때문에 전환 가능시점이 도래하면서 조기상환의 위험성도 존재한다.

1) 학회 및 임상 이벤트, 2) 라이선스 딜, 3) 글로벌 기업들의 투자 트렌드, 4) 매크로 환경 및 자금조달 상황 등 다양한 변수들을 감안 시 하반기 역시 상반기 대비 큰 턴어라운드를 기대하기는 어려울 전망이다. 이에 따라 ‘Underweight’이었던 기존의 투자의견을 하반기에도 마찬가지로 유지한다. Top pick으로는 ‘레고켐 바이오’를 제시한다. 하반기 HER2 ADC 1a상 관련 학회 및 임상 이벤트, 글로벌 대형 제약사형 ADC 플랫폼 기술이전 가능성, 글로벌 기업들의 ADC 투자 트렌드 등을 종합적으로 고려했다.

건조한 펀더멘탈 보유한
에스텍 업계들의 Re-
rating이 의료기기 업종
지수 상승을 견인할 전망.
에스텍 업종 투자 의견
Overweight 유지

4. 의료기기 - 글로벌 리오프닝 본격화에 따른 수요 증대 전망

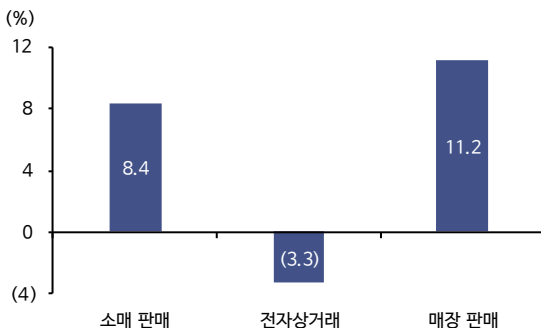
의료기기는 오스템임플란트 내부 횡령에 따른 거버넌스 이슈 발생을 계기로 연초부터 부진한 흐름을 이어왔다. 이에 더해 제외진단 업종은 오미크론 변이 바이러스 확산에도 불구하고 글로벌 위드코로나 개시에 따른 매출 급감 우려가 확산되며 주가는 우하향을 지속했다. 한편 하반기에는 건조한 펀더멘탈을 보유한 에스텍 업계들의 Re-rating이 의료기기 업종 지수 상승을 견인할 전망이다. 펀더멘탈의 근간에는 글로벌 리오프닝에 따른 피부 미용 시술 수요 증대가 있다.

현재 글로벌 코로나19 일일 확진자는 약 60만명 수준으로 이는 오미크론 변이 바이러스 확산이 정점에 달했던 3월 대비 소강된 것으로 판단된다. 선진국은 마스크 의무 착용을 해제하는 등 적극적인 방역 정책 완화를 추진 중이며, 국내 역시 코로나 바이러스를 2급 감염병으로 하향 조정하는 등 방역 조치 해제 수순을 밟고 있다. 결국 방역 조치 해제는 피부 미용 시술을 위한 병원 내원객 증대로 이어질 전망이며 이에 따른 리오프닝 효과가 기대된다.

한편 글로벌 수요 관련 데이터는 리오프닝 효과에 대한 근거로 작용 가능하다. 마스터카드의 SpendingPulse에 따르면 미국 소비자들의 3월 지출은 전년동기대비 8% 증가했다. 특히 오프라인 매장을 통한 지출은 전년동기대비 11% 증가했는데, 전자상거래를 통한 지출이 전년동기대비 3% 역성장하며 그 비중이 축소된 것과 대조를 이룬다. 카테고리별로 살펴보면 피부 미용 시술이 속한 럭셔리 관련 지출은 전년동기대비 무려 27% 증가하며 기타 카테고리 대비 높은 성장률을 달성했다. 이는 럭셔리 업종이 대표적인 코로나19 피해 업종이었던 것에 기인한다.

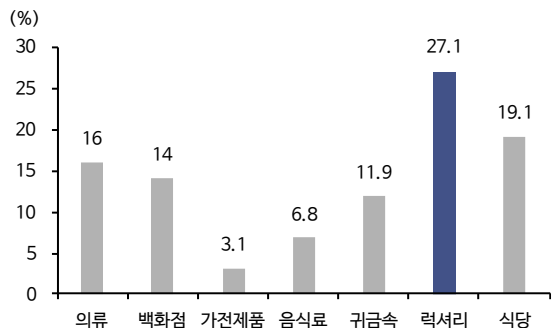
이와 더불어 1분기 집계된 국내 미용의료기기 관세청 수출액은 1조 9,531만달러이다. 1분기는 에스텍 계절적 비수기와 오미크론 변이 바이러스에 따른 수요 감소 우려가 겹쳤음에도 불구하고 전년동기대비 약 29% 성장하며 견조한 수치를 달성했다. 중국을 제외하고 오미크론 변이 바이러스 확산에 따른 강도 높은 락다운 조치는 확인되지 않은 만큼 에스텍 업종은 코로나19 여파로부터 벗어난 것으로 판단되며, 이에 따라 하반기에는 리오프닝 본격화에 따른 피부 미용 시술 수요 증대가 예상된다.

마스터카드 3월 SpendingPulse (1)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

마스터카드 3월 SpendingPulse (2)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

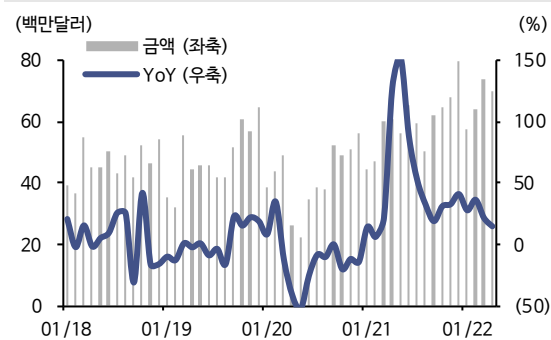
에스텍: 제이시스메디칼, 루트로닉 하반기 큰 폭의 실적 성장 전망

덴탈: 덴티움 지정학적 리스크 점진적 해소에 따른 호실적 전망

에스텍 개별 기업에서는 제이시스메디칼, 루트로닉의 하반기 큰 폭의 실적 성장이 전망된다. 제이시스메디칼은 상반기 차세대 HIFU 제품을 출시할 예정이며 이에 따른 신제품 효과가 반영될 것으로 전망된다. 또한 에스텍 장비는 소모품 매출의 선행지표 역할을 하는 만큼 누적 설치 장비 증대에 따른 소모품 매출의 구조적 성장을 기대할 수 있으며, 리오프닝 본격화에 따른 글로벌 시술 수요 증대는 소모품 매출 성장 가속화에 기여할 전망이다. 루트로닉은 계절적 성수기에 따른 프리미엄 레이저 장비의 견조한 매출 성장, 미국과 유럽을 포함한 선진국 중심의 코로나19 방역 정책 완화 본격화에 따른 리오프닝 효과가 예상된다.

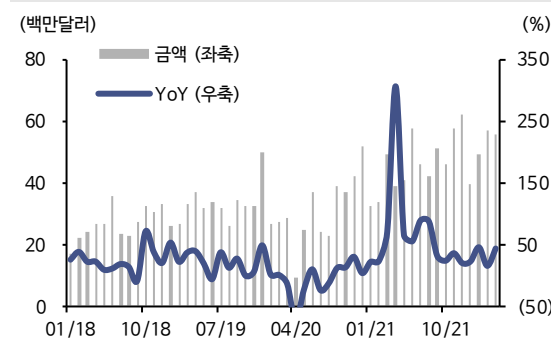
덴탈 개별 기업에서는 덴티움의 지정학적 리스크 점진적 해소에 따른 호실적이 전망된다. 현재 상해 내 코로나19 일일 확진자수는 80명 아래까지 하락했다. 지난 4월 일일 확진자수가 2,635명에 달했던 점을 감안하면 소강 상태에 이르렀다고 판단 가능하며, 이에 따라 하반기 상해 중심 지역에서의 영업 정상화 이뤄질 것으로 전망된다. 또한 4월 수원시 임플란트 수출액은 764만달러로 집계됐다. 1분기 수출액이 217만달러였던 점을 감안하면 러시아-우크라이나 침공 장기화에도 불구하고 4월부터 러시아향 수출이 정상궤도에 오를 것으로 판단 가능하다.

미용의료기기 관세청 수출액 추이



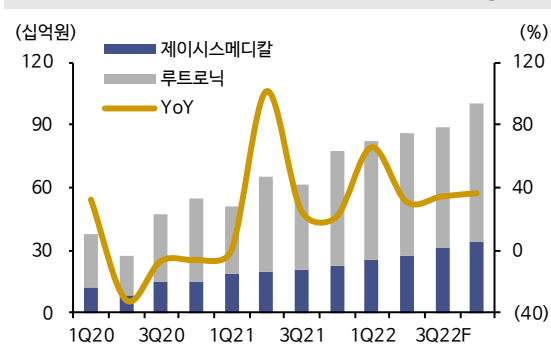
자료: Trass, 신한금융투자

임플란트 관세청 수출액 추이



자료: Trass, 신한금융투자

국내 에스텍 업체 매출액 합산 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 제이시스메디칼, 루트로닉 매출액 합산

덴티움 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

IV. Top picks 및 관심종목

하반기 큰 변화 가능성 제한적. 카테고리/기업 선별적 대응 필요

하반기 큰 변화 가능성 제한적일 전망.
개별 카테고리 또는 기업에 따른 선별적 대응 필요

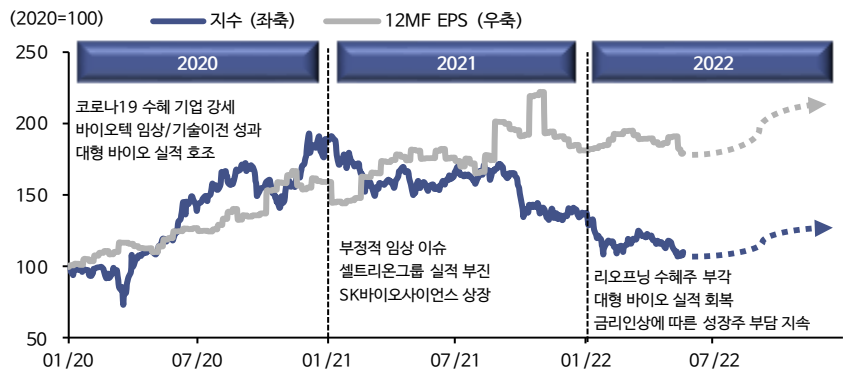
하반기 제약/바이오 업황 전망을 정리하면, 1) 상반기 부각된 리오프닝 수혜 기업들의 실적 및 주가 강세는 하반기에도 지속될 전망이다. 또한 2) 실적 모멘텀 제한 및 개별 이슈로 부진했던 대형 바이오는 하반기 실적 및 수주 모멘텀이 재차 부각되며 반등에 성공할 전망이다. 3) 선진국들의 경우 개별 기업들의 실적 및 파이프라인 모멘텀이 부각된 가운데 금리 상승기에서 대형 제약사들의 낮은 멀티플을 바탕으로 가치주로서 주목받았던 만큼 하반기까지 국내 대형 제약사들의 선진국과 유사한 흐름을 기대하기는 어렵다. 개별 실적 및 파이프라인 모멘텀을 보유한 기업들에 대한 선별적 대응이 필요하다. 마지막으로 4) 신약 개발사(바이오텍)는 하반기에도 금리인상이 지속될 것으로 예상됨에 따라 비우호적 매크로 환경 지속이 예상되고, 파이프라인 모멘텀 역시 제한적이다.

따라서 대형 바이오 내에서는 하반기 갈수록 실적 성장이 지속될 것으로 기대되는 기업, 그리고 제약사 내에서는 견조한 실적 속 파이프라인 모멘텀이 부각되거나 기저효과를 바탕으로 실적 회복 및 밸류에이션 정상화가 예상되는 기업에 주목할 필요가 있다. 신약 개발사에 대해서는 보수적 관점은 유지하나, 개별 기업 내 주요 파이프라인의 임상 및 기술이전 모멘텀 부각이 기대되는 기업에 선별적으로 접근할 필요가 있다. 의로기기에서는 리오프닝 수혜 지속에 따른 호실적이 하반기에도 기대되고, 밸류에이션 매력을 보유한 기업에 주목할 필요가 있다.

2H22 Top picks:
셀트리온헬스케어, 대웅제약, 레고캠바이오, 루트로닉, 제이시스메디칼, 덴티움 제시

이러한 업황 전망을 고려하여 하반기 제약/바이오 업종 Top picks로 셀트리온헬스케어(매수/TP 8만원), 대웅제약(매수/TP 21만원), 레고캠바이오(매수/TP 6.7만원), 루트로닉(매수/TP 3.4만원), 제이시스메디칼(매수/TP 1.2만원), 덴티움(매수/TP 9만원)을 제시한다. 관심종목으로는 삼성바이오로직스, 한미약품, 에스티팜, 동국제약을 제시한다.

제약/바이오 업종 지수 및 12개월 선행 EPS 추이 및 전망



자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

제약/바이오 카테고리별 주요 코멘트 및 투자 의견, Top picks

| 구분 | 주요 코멘트(+ 긍정적/- 부정적) | 투자 의견(전/후) | Top picks 및 관심종목 |
|---------|--|-------------------------------------|--------------------------------|
| 제약 | (+) 코로나19 완화에 따른 내원객 수 증가 및 의약품 수요 증가 (+) 글로벌 리오프닝에 따른 에스테틱 수요 증가 (+/-) 신약 파이프라인 상업화 모멘텀 (-) 리오프닝에 따른 마케팅비 증가 및 임상 관련 비용 증가 | Neutral ↓ Neutral | 대웅제약, 한미약품, 동국제약 |
| 바이오 | (+) 글로벌 CDMO 수요 지속 (+) 우호적 바이오시밀러 관련 정책 (+) 글로벌 특허 만료 바이오의약품 수 증가 (-) 국내외 신규 CDMO 시장 진출 기업 증가 (-) 바이오시밀러 경쟁 심화에 따른 판가 인하 압박 (-) 코로나19 완화에 따른 백신, 치료제 개발 기대감 축소 | Neutral ↓ Trading BUY (상향) | 셀트리온헬스케어, 삼성바이오로직스, 에스티팜 |
| 신약개발사 | (+) 글로벌 제약사들의 현금 여력 확대에 따른 M&A, L/I 기회 확대 (+/-) 신약 파이프라인 상업화, 주요 파이프라인 임상 결과 공개 (+/-) ASCO를 시작으로 한 글로벌 주요 학회 시즌 돌입 (-) 금리 인상 구간 진입에 따른 성장주 투자매력 제한 (-) 지정학적 리스크 부각에 따른 임상 지연 가능성 (-) 주가 하락에 따른 전환사채 콜옵션 리스크 | Underweight ↓ Underweight | 레고켐바이오 |
| 에스테틱 | (+) 글로벌 리오프닝에 따른 에스테틱 수요 증가 (+) 선진국 진출 본격화에 따른 외형 성장 및 레퍼런스 확보 (+) 상반기 대비 계절적 성수기 효과 발생 (-) 글로벌 인플레이션 심화에 따른 경기 침체 우려 (-) 나스닥 상장된 미용의료기기 업체 밸류에이션 하락 지속 (-) 러시아-우크라이나 침공 장기화에 따른 원가 상승 및 선적 지연 우려 | Overweight ↓ Overweight | 제이시스메디칼 루트로닉 |
| 덴탈 | (+) 글로벌 리오프닝에 따른 덴탈 수요 증가 (+/-) 상해 코로나19 확진자 감소세, 다만 중국 도시 봉쇄 장기화 우려 (-) 러시아-우크라이나 침공 장기화에 따른 러시아향 매출 감소 우려 (-) 나스닥 상장된 덴탈 업체 밸류에이션 하락 지속 | Neutral ↓ Trading BUY (상향) | 덴티움 |
| 기타 의료기기 | (+) 코로나19 확산세 둔화에 따른 이연수요 및 리오프닝 수혜 (+) 사회적 비용 절감 이슈 부각에 따른 혁신의료기기 수요 부상 (+/-) 상해 코로나19 확진자 감소세, 다만 중국 도시 봉쇄 장기화 우려 | Neutral ↓ Neutral | |

자료: 신한금융투자 정리 / 주: Top picks는 굵은 글씨로 표시

제약/바이오 - 실적 및 파이프라인 모멘텀 부각, 기술이전 성과 주목

- 셀트리온헬스케어:
 실적 및 직판 확대 주목
 - 대웅제약:
 나보타 호조 및 펙수프라잔
 출시 모멘텀
 - 레고켐바이오:
 임상 성과 및 기술이전 기대

1) 셀트리온헬스케어는 1분기 파트너사들의 재고정책, 유럽 직판 제품 확대에 따른 일시적인 매출 조정 등 일회성 이슈들에 의해 전분기대비 감소한 실적을 기록했다. 하지만 2분기부터는 일회성 이슈 해소, 그리고 수익성이 좋은 램시마SC 매출 고성장, 북미 트룩시마 매출 회복을 비롯한 주력 제품들의 견조한 성장을 바탕으로 매분기 실적 성장이 기대된다.

2) 대웅제약은 나보타 북미향 실적 상승과 3분기 유럽 시장 출시로 수출 호조가 기대되며, 3분기 P-CAB 신약 펙수프라잔의 출시에 따른 수익성 개선 효과 지속이 기대된다.

3) 레고켐바이오는 하반기 HER2 ADC의 1a상 결과 발표와 더불어 파트너사들의 순차적인 임상 진입, 글로벌 대형 제약사향 기술이전 성과를 바탕으로 신약 개발사 내에서의 차별화가 예상된다.

4) 삼성바이오로직스는 1~3공장의 안정적 매출 성장이 지속되는 가운데 10월 4공장 부분가동(6만리터), 2023년 2분기 Fully GMP Ready를 앞둔 선제적 수주 모멘텀이 본격화될 전망이다. 연결 자회사로 편입된 삼성바이오에피스의 중장기 사업 방향에도 주목할 필요가 있다.

5) 한미약품은 북경한미를 필두로 전사 실적의 견조한 성장세가 지속되는 가운데 하반기 몰론티스, 포시오티닙, 오락솔의 허가 모멘텀도 기대된다.

6) 에스티팜은 자체 증설분 및 글로벌 제약사 합작 증설분 가동에 따른 신규 프로젝트 수주 확인이 전망되며, mRNA CDMO 사업의 확장성이 기대된다.

7) 동국제약은 1분기 OTC 사업부의 선전과 ETC, 헬스케어 사업부의 매출 상승에 기인하여 분기 기준 최대 실적을 달성했다. 2분기부터 OTC 사업부의 추세가 성장세로 진화될 전망이며 헬스케어 사업부 역시 해외에서의 성과가 발생할 것으로 기대된다. 중국 봉쇄 해제 시점에 더마코스메틱 수요 증가 가능성이 있으며 이에 따른 수혜를 얻을 가능성이 있다.

의료기기 - 리오프닝 본격화에 따른 수요 증대 예상. 신제품 효과에도 주목

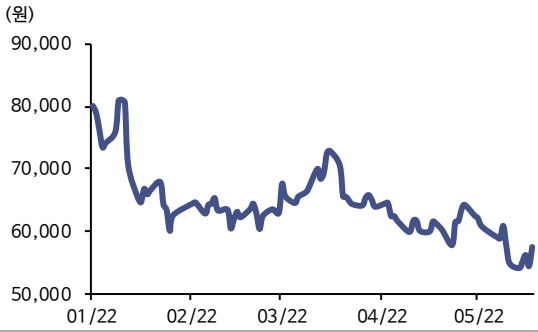
- 루트로닉: 선진국향
 매출 확대 주목
 - 제이시스메디칼:
 선진국향 매출 + 신제품
 효과에 주목
 - 덴티움: 중국향 매출
 이연수요 + 유럽 리오프닝
 효과 본격화 주목

1) 루트로닉은 리오프닝이 선제적으로 본격화된 선진국(미국, 유럽 등)향 매출을 상반기부터 확대 중이며 이와 같은 추세는 하반기에도 지속될 전망이다. 루트로닉의 하반기 선진국향 매출액은 868억으로 추정되며 이는 전년동기대비 49% 성장한 수치이다.

2) 제이시스메디칼은 미국 Cynosure향 포텐자 ODM 공급계약을 확대하며 연간 800대 이상의 수주를 달성할 것으로 예상되며, 상반기 차세대 HIFU 제품 출시를 통해 신규 수요를 창출할 것으로 예상된다.

3) 덴티움은 러시아-우크라이나 침공 장기화에도 불구하고 상하이 봉쇄 점진적 해제에 따른 이연수요, 유럽 지역 내 리오프닝 효과 본격화를 바탕으로 하반기 견조한 실적을 이어갈 전망이다.

연초 이후 셀트리온헬스케어 주가 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

연초 이후 대웅제약 주가 추이



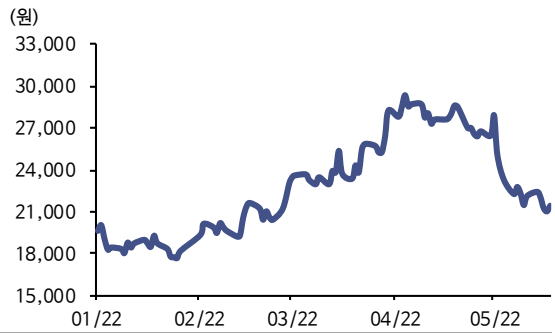
자료: Quantwise, 신한금융투자

연초 이후 레고캠바이오 주가 추이



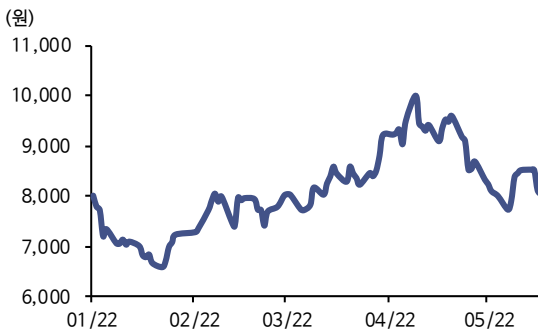
자료: Quantwise, 신한금융투자

연초 이후 루트로닉 주가 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

연초 이후 제이시스메디칼 주가 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

연초 이후 덴티움 주가 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

신한 헬스케어팀 커버리지 현황

| 구분 | 기업명 | 시가총액 (십억원) | 투자의견 (변경여부) | 목표주가(원) | | 22F P/E (배) | 22F P/B (배) | 22F EV/EBITDA (배) |
|--------|-----------|---------------|----------------|-----------|-----------|----------------|----------------|-------------------------|
| | | | | 변경 전 | 변경 후 | | | |
| 제약 | 유한양행 | 4,372 | 매수 | 74,000 | 74,000 | 42.30 | 2.01 | 35.88 |
| | 한미약품 | 3,874 | 매수 | 350,000 | 350,000 | 47.61 | 4.28 | 18.84 |
| | 녹십자 | 2,203 | 매수 | 240,000 | 240,000 | 34.53 | 1.62 | 15.29 |
| | 대웅제약 | 1,964 | 매수 | 210,000 | 210,000 | 34.57 | 3.08 | 15.24 |
| | HK이노엔 | 1,252 | 매수 | 50,000 | 50,000 | 32.85 | 1.08 | 16.47 |
| | 종근당 | 1,112 | 매수 | 110,000 | 110,000 | 15.16 | 1.69 | 8.44 |
| | 동국제약 | 963 | 매수 | 26,000 | 26,000 | 15.53 | 1.87 | 8.51 |
| | 보령 | 817 | 매수 | 16,000 | 16,000 | 21.44 | 1.62 | 9.35 |
| | 동아쏘시오홀딩스 | 630 | 매수 | 150,000 | 150,000 | 9.60 | 0.60 | 5.73 |
| | 동아에스티 | 541 | 매수 | 80,000 | 80,000 | 23.33 | 0.84 | 10.48 |
| 바이오 | 삼성바이로직스 | 59,146 | 매수 | 1,000,000 | 1,000,000 | 108.99 | 8.29 | 66.53 |
| | 셀트리온 | 21,537 | 매수 | 198,000 | 198,000 | 35.56 | 4.52 | 20.02 |
| | SK바이오사이언스 | 10,327 | 매수 | 180,000 | 180,000 | 22.55 | 5.27 | 14.30 |
| | 셀트리온헬스케어 | 9,505 | 매수 | 80,000 | 80,000 | 42.99 | 3.93 | 34.43 |
| | 에스티팜 | 1,881 | 매수 | 140,000 | 140,000 | 143.04 | 5.49 | 57.43 |
| | 바이넥스 | 446 | 매수 | 20,000 | 20,000 | 24.53 | 2.13 | 15.61 |
| 신약 개발사 | 알테오젠 | 2,320 | 매수 | 73,000 | 73,000 | 119.81 | 14.36 | 110.53 |
| | 레고켐바이오 | 996 | 매수 | 82,000 | 67,000 | - | 4.56 | - |
| | 한올바이오파마 | 891 | 매수 | 28,000 | 24,000 | 80.87 | 4.92 | 56.90 |
| | 메드팩토 | 592 | 매수 | 48,000 | 48,000 | - | - | - |
| 의료기기 | 에스디바이오센서 | 4,947 | 매수 | 65,000 | 65,000 | 5.40 | 1.60 | 1.92 |
| | 씨젠 | 2,243 | 매수 | 56,000 | 56,000 | 6.18 | 1.55 | 3.39 |
| | 클래시스 | 1,111 | 매수 | 27,000 | 27,000 | 20.71 | 5.12 | 15.11 |
| | 메디톡스 | 835 | 매수 | 160,000 | 160,000 | 61.73 | 1.87 | 20.14 |
| | 덴티움 | 812 | 매수 | 90,000 | 90,000 | 11.17 | 1.74 | 7.99 |
| | 제이시스메디칼 | 613 | 매수 | 12,000 | 12,000 | 22.07 | 7.84 | 14.86 |
| | 루트로닉 | 613 | 매수 | 34,000 | 34,000 | 15.60 | 3.62 | 9.83 |
| | 디오 | 503 | 매수 | 50,000 | 50,000 | 14.86 | 2.38 | 9.27 |
| | 바이오플러스 | 358 | 매수 | 36,000 | 36,000 | 16.16 | 4.44 | 10.93 |
| | 티앤엘 | 288 | 매수 | 49,000 | 49,000 | 12.34 | 2.65 | 7.64 |
| | 제테마 | 298 | 매수 | 24,000 | 24,000 | 39.68 | 4.85 | 31.65 |
| | 휴비츠 | 149 | 매수 | 14,000 | 14,000 | 7.57 | 1.20 | 6.21 |
| | 얼라인드 | 85 | 매수 | - | 17,000 | - | - | - |

자료: Quantiverse, 신한금융투자 / 주: 2022년 추정치는 컨센서스 기준, 음영은 Top picks 및 관심종목을 의미



삼성바이오로직스

| Bloomberg Code (207940 KS) | Reuters Code (207940.KS)

[제약/바이오]

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

신발끈 고쳐매고 다시 달릴 준비



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
831,000 원



목표주가
1,000,000 원 (유지)



상승여력
20.3%

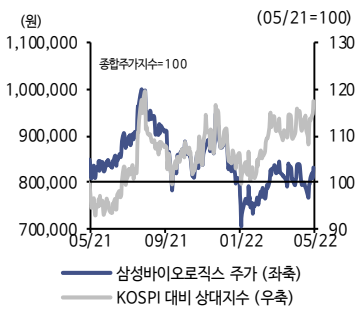
- ◆ 하반기 1~3공장 Full 가동 바탕으로 매출액 14% 증가 전망
- ◆ 4공장 부분가동, 5공장 착공 등 성장을 위한 동력은 지속 확보
- ◆ 목표주가 100만원 유지. 다시 활발해질 수주, 주가 반등의 근거



| | |
|------|------------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 1,000,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 20.3% |

| | |
|-----------------------|-----------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 57,508.6십억원 |
| 액면가 | 2,500 원 |
| 발행주식수 | 71.2백만주 |
| 유동주식수 | 18.2백만주(25.6%) |
| 52주 최고가/최저가 | 1,000,156 원/703,667 원 |
| 일평균 거래량 (60일) | 47,085 주 |
| 일평균 거래액 (60일) | 37,912 백만원 |
| 외국인 지분율 | 10.35% |
| 주요주주 | |
| 삼성물산 외 4인 | 74.38% |
| 국민연금공단 | 5.60% |
| 절대수익률 | |
| 3개월 | 8.0% |
| 6개월 | -8.3% |
| 12개월 | -8.2% |
| KOSPI 대비 상대수익률 | |
| 3개월 | 12.3% |
| 6개월 | 3.2% |
| 12개월 | 9.9% |

주가차트



하반기 1~3공장 Full 가동 바탕으로 매출액 14% 증가 전망

하반기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 1조 208억원(+14.1% YoY, 이하 YoY 생략), 3,275억원(+10.6%, OPM 32.1%)으로 추정한다(삼성바이오에피스 연결 편입 효과 제외). 비록 상반기는 2공장 정기보수에 따른 여파가 존재하겠으나 하반기에는 1~3공장 Full 가동을 바탕으로 두 자릿수 성장세를 기록할 전망이다. 4월부터 연결 자회사로 편입된 삼성바이오에피스의 실적은 양사간 내부거래 규모가 공개되지 않은 만큼 현 시점에서 정확한 추정이 어렵다고 판단, 추정에서 제외했다. 한편 2021년까지 공개된 에피스의 영업이익률은 20% 전후를 기록, 연결 편입 이후 삼성바이오로직스의 연결 영업이익률 하락은 불가피할 전망이다.

4공장 부분가동, 5공장 착공 등 성장을 위한 동력은 지속 확보

대규모 유상증자, 그리고 바이오젠이 보유한 삼성바이오에피스 지분 전량 인수 외에도 삼성바이오로직스의 성장 모멘텀 확보를 위한 투자는 지속될 전망이다. Multi Modal Plant인 5공장 착공과 더불어서 6공장 등 추가적인 신공장 확보를 위한 송도 내 제2바이오캠퍼스 부지 확보도 순항 중이다. 중장기적으로 고성장이 기대되는 CGT(세포-유전자 치료제) CDMO 사업 진출과 더불어서 10월부터 부분가동이 예정된 4공장 이후 지속적인 생산여력 확보를 통한 글로벌 항체의약품 CDMO 시장에서의 독보적인 지위 유지가 기대된다. 그 외에도 미국, 유럽 등 선진국 시장으로의 사업 영역 확장도 예상된다. 한편 4공장 부분가동을 앞두고 수주 역시 순조롭다. 이미 2021년 말부터 글로벌 제약사 다수와 수주 계약 체결에 성공했으며, Fully GMP Ready가 예상되는 2022년 중순까지 수주 활동은 더욱 활발해질 전망이다.

목표주가 100만원 유지. 다시 활발해질 수주, 주가 반등의 근거

목표주가 100만원을 유지한다. 삼성바이오로직스는 3공장 완공 이후 코로나19 확산이 본격화됐던 2020년부터 다수의 글로벌 제약사들과의 대규모 수주 계약 체결을 바탕으로 실적과 주가의 동반 상승을 기록했다. 2022년 하반기 역시 기 확보된 레퍼런스를 기반으로 4공장 가동 전 빠른 수주 확보가 기대된다. 조기 수주 확보를 통한 2023년 이후 실적 고성장과 신공장 착공 모멘텀 역시 본격화될 전망이다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 1,164.8 | 292.8 | 266.0 | 241.0 | 3,599 | 18.8 | 68,678 | 226.8 | 125.1 | 11.9 | 5.4 | (1.4) |
| 2021 | 1,568.0 | 537.3 | 561.3 | 393.6 | 5,878 | 63.3 | 74,537 | 151.8 | 85.4 | 12.0 | 8.2 | (1.6) |
| 2022F | 2,002.9 | 666.9 | 705.5 | 522.2 | 7,467 | 27.0 | 122,433 | 108.2 | 66.6 | 6.6 | 7.6 | (19.5) |
| 2023F | 2,413.9 | 768.6 | 807.4 | 597.6 | 8,397 | 12.5 | 130,830 | 96.2 | 54.2 | 6.2 | 6.6 | (25.8) |
| 2024F | 2,337.3 | 760.7 | 809.1 | 598.9 | 8,415 | 0.2 | 139,245 | 96.0 | 53.5 | 5.8 | 6.2 | (30.1) |

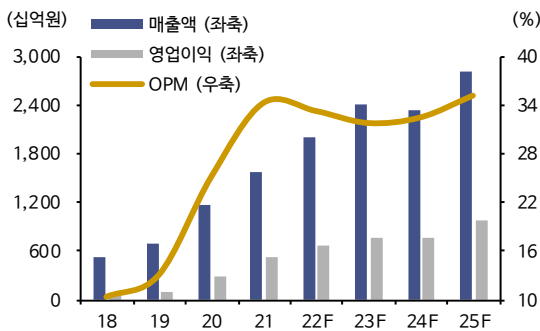
자료: 회사 자료, 신한금융투자

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 2021 | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 260.8 | 412.2 | 450.7 | 444.3 | 511.3 | 470.7 | 502.2 | 518.6 | 1,568.0 | 2,002.9 | 2,413.9 |
| YoY | 25.9 | 34.0 | 64.2 | 18.4 | 96.1 | 14.2 | 11.4 | 16.7 | 34.6 | 27.7 | 20.5 |
| 평균 가동률 | 90.0 | 99.0 | 97.6 | 100.0 | 85.3 | 95.1 | 100.0 | 99.5 | 96.7 | 95.0 | 75.2 |
| 1공장 매출액 | 57.8 | 84.0 | 96.0 | 94.0 | 103.4 | 105.6 | 100.8 | 98.9 | 331.8 | 408.7 | 408.7 |
| 2공장 매출액 | 134.4 | 178.5 | 178.5 | 178.5 | 196.4 | 138.5 | 185.1 | 207.5 | 669.9 | 727.6 | 831.5 |
| 3공장 매출액 | 84.0 | 144.4 | 175.7 | 165.7 | 194.4 | 226.6 | 216.3 | 212.2 | 569.8 | 849.5 | 850.8 |
| 4공장 매출액 | | | | | | | | | | | 322.9 |
| 매출총이익 | 107.3 | 211.4 | 214.7 | 193.0 | 229.7 | 217.6 | 230.0 | 220.6 | 726.5 | 898.0 | 1,066.1 |
| YoY | 23.3 | 99.3 | 147.7 | 41.6 | 114.0 | 2.9 | 7.1 | 14.3 | 74.6 | 23.6 | 18.7 |
| GPM | 41.2 | 51.3 | 47.6 | 43.4 | 44.9 | 46.2 | 45.8 | 42.5 | 46.3 | 44.8 | 44.2 |
| 영업이익 | 74.3 | 166.8 | 167.4 | 128.8 | 176.4 | 163.0 | 169.7 | 157.8 | 537.3 | 666.9 | 768.6 |
| YoY | 18.7 | 105.6 | 196.1 | 39.2 | 137.5 | (2.3) | 1.4 | 22.5 | 83.5 | 24.1 | 15.3 |
| OPM | 28.5 | 40.5 | 37.1 | 29.0 | 34.5 | 34.6 | 33.8 | 30.4 | 34.3 | 33.3 | 31.8 |
| 세전이익 | 79.8 | 175.0 | 197.3 | 109.2 | 198.5 | 167.1 | 177.8 | 162.1 | 561.3 | 705.5 | 807.4 |
| YoY | 67.0 | 158.3 | 167.5 | 42.4 | 148.9 | (4.5) | (9.9) | 48.4 | 111.0 | 25.7 | 14.4 |
| (지배주주)순이익 | 61.0 | 121.5 | 131.8 | 79.3 | 146.9 | 123.7 | 131.6 | 120.0 | 393.6 | 522.2 | 597.6 |
| YoY | 66.4 | 133.6 | 135.0 | (17.6) | 141.0 | 1.8 | (0.2) | 51.3 | 63.3 | 32.7 | 14.4 |
| NPM | 23.4 | 29.5 | 29.2 | 17.9 | 28.7 | 26.3 | 26.2 | 23.1 | 25.1 | 26.1 | 24.8 |

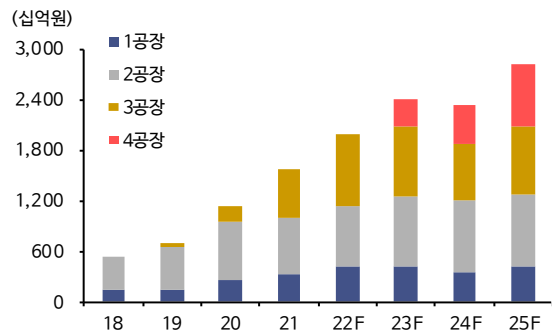
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 연결 기준(삼성바이오에피스 연결 편입 미반영)

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 연결 기준(삼성바이오에피스 편입 미반영)

삼성바이오로직스 공장별 매출액 전망



자료: 신한금융투자 추정

삼성바이오로직스 제1바이오캠퍼스 개요



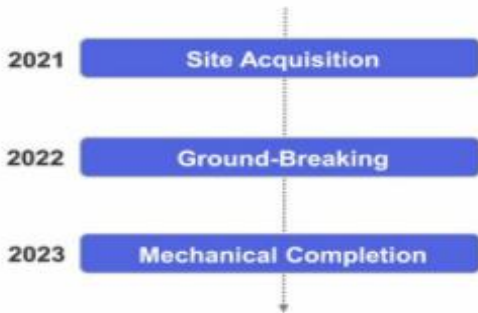
자료: 회사 자료, JP모건 헬스케어 컨퍼런스, 신한금융투자

삼성바이오로직스 4공장 공사 현장



자료: 회사 자료, 신한금융투자

삼성바이오로직스 5공장 주요 Timeline



자료: 회사 자료, JP모건 헬스케어 컨퍼런스, 신한금융투자

삼성바이오로직스 제2바이오캠퍼스 개요



자료: 회사 자료, JP모건 헬스케어 컨퍼런스, 신한금융투자

삼성바이오로직스 2022년 주요 사업 전략

| Capacity Up | Portfolio Up | Geography Up |
|--|---|---|
| Plant 4 GMP Operation with Early Lock-In Bio-Campus II Site Acquisition and Plant 6 Study | mRNA DS cGMP Ready Multi Modal Plant (Plant 5) Ground-Breaking | Expanding Global Footprint (Asia → US → Europe) Additional US Site Feasibility Study |

자료: 회사 자료, JP모건 헬스케어 컨퍼런스, 신한금융투자

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 자산총계 | 6,424.2 | 7,970.0 | 11,883.0 | 12,550.7 | 12,983.3 |
| 유동자산 | 1,751.3 | 2,823.2 | 4,277.6 | 4,771.3 | 5,217.9 |
| 현금및현금성자산 | 28.9 | 47.4 | 1,427.8 | 1,794.5 | 2,238.7 |
| 매출채권 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 재고자산 | 646.0 | 1,012.9 | 911.6 | 866.0 | 838.5 |
| 비유동자산 | 4,672.9 | 5,146.8 | 7,605.4 | 7,779.5 | 7,765.4 |
| 유형자산 | 1,736.6 | 2,207.1 | 3,448.4 | 3,598.5 | 3,568.1 |
| 무형자산 | 23.3 | 32.2 | 28.6 | 26.1 | 24.2 |
| 투자자산 | 2,657.8 | 2,688.4 | 3,909.2 | 3,935.7 | 3,953.9 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 1,825.4 | 2,978.9 | 3,169.0 | 3,239.0 | 3,072.7 |
| 유동부채 | 589.3 | 1,107.3 | 1,360.1 | 1,583.4 | 1,512.1 |
| 단기차입금 | 30.0 | 50.0 | 50.0 | 35.0 | 20.0 |
| 매입채무 | 55.0 | 32.3 | 41.2 | 49.6 | 48.1 |
| 유동성장기부채 | 160.9 | 109.9 | 99.9 | 89.9 | 79.9 |
| 비유동부채 | 1,236.1 | 1,871.6 | 1,808.9 | 1,655.6 | 1,560.6 |
| 사채 | 39.9 | 538.6 | 488.6 | 446.1 | 409.9 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 548.8 | 586.8 | 536.8 | 386.8 | 286.8 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 4,598.8 | 4,991.1 | 8,714.1 | 9,311.7 | 9,910.6 |
| 자본금 | 165.4 | 165.4 | 177.9 | 177.9 | 177.9 |
| 자본잉여금 | 2,487.3 | 2,487.3 | 5,675.5 | 5,675.5 | 5,675.5 |
| 기타자본 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익누계액 | (7.5) | (8.8) | (8.8) | (8.8) | (8.8) |
| 이익잉여금 | 1,953.6 | 2,347.2 | 2,869.4 | 3,467.0 | 4,065.9 |
| 지배주주지분 | 4,598.8 | 4,991.1 | 8,714.1 | 9,311.7 | 9,910.6 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *총차입금 | 786.2 | 1,292.7 | 1,184.8 | 969.3 | 807.8 |
| *순차입금(순현금) | (66.3) | (78.7) | (1,698.5) | (2,404.9) | (2,987.4) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 202.1 | 454.6 | 1,026.4 | 1,106.1 | 795.6 |
| 당기순이익 | 241.0 | 393.6 | 522.2 | 597.6 | 598.9 |
| 유형자산상각비 | 137.6 | 155.1 | 159.2 | 237.1 | 249.0 |
| 무형자산상각비 | 6.1 | 6.7 | 11.6 | 10.5 | 9.8 |
| 외환환손실(이익) | 3.0 | (2.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 1.8 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 17.8 | (13.9) | (29.1) | (29.3) | (38.9) |
| 운전자본변동 | (203.5) | (234.8) | 355.4 | 282.9 | (30.4) |
| (법인세납부) | (38.4) | (42.4) | (183.3) | (209.8) | (210.2) |
| 기타 | 36.7 | 185.2 | 182.9 | 209.6 | 209.9 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (418.7) | (933.5) | (2,731.4) | (516.4) | (182.4) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (139.7) | (406.3) | (1,400.5) | (387.3) | (218.6) |
| 유형자산의감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (8.9) | (14.9) | (8.0) | (8.0) | (8.0) |
| 투자자산의감소(증가) | (290.0) | (362.4) | (1,191.7) | 2.8 | 20.8 |
| 기타 | 19.9 | (149.9) | (131.2) | (123.9) | 23.4 |
| FCF | 143.0 | 127.5 | (418.0) | 673.0 | 531.7 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 122.6 | 496.6 | 3,092.8 | (215.5) | (161.5) |
| 차입금의 증가(감소) | 128.3 | 507.4 | (107.9) | (215.5) | (161.5) |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (5.7) | (10.8) | 3,200.7 | 0.0 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | (7.5) | (7.5) | (7.5) |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (2.2) | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | (96.3) | 18.6 | 1,380.4 | 366.7 | 444.2 |
| 기초현금 | 125.1 | 28.9 | 47.4 | 1,427.8 | 1,794.5 |
| 기말현금 | 28.9 | 47.4 | 1,427.8 | 1,794.5 | 2,238.7 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,164.8 | 1,568.0 | 2,002.9 | 2,413.9 | 2,337.3 |
| 증감률 (%) | 66.0 | 34.6 | 27.7 | 20.5 | (3.2) |
| 매출원가 | 748.7 | 841.6 | 1,104.9 | 1,347.8 | 1,265.9 |
| 매출총이익 | 416.1 | 726.5 | 898.0 | 1,066.1 | 1,071.4 |
| 매출총이익률 (%) | 35.7 | 46.3 | 44.8 | 44.2 | 45.8 |
| 판매관리비 | 123.3 | 189.1 | 231.1 | 297.4 | 310.7 |
| 영업이익 | 292.8 | 537.3 | 666.9 | 768.6 | 760.7 |
| 증감률 (%) | 219.1 | 83.5 | 24.1 | 15.3 | (1.0) |
| 영업이익률 (%) | 25.1 | 34.3 | 33.3 | 31.8 | 32.5 |
| 영업외손익 | (26.8) | 24.0 | 38.6 | 38.8 | 48.4 |
| 금융손익 | (8.1) | 18.4 | 9.2 | 9.2 | 9.2 |
| 기타영업외손익 | (0.9) | (8.3) | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 종속 및 관계기업관련손익 | (17.8) | 13.9 | 29.1 | 29.3 | 38.9 |
| 세전계속사업이익 | 266.0 | 561.3 | 705.5 | 807.4 | 809.1 |
| 법인세비용 | 25.0 | 167.7 | 183.3 | 209.8 | 210.2 |
| 계속사업이익 | 241.0 | 393.6 | 522.2 | 597.6 | 598.9 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 241.0 | 393.6 | 522.2 | 597.6 | 598.9 |
| 증감률 (%) | 18.8 | 63.3 | 32.7 | 14.4 | 0.2 |
| 순이익률 (%) | 20.7 | 25.1 | 26.1 | 24.8 | 25.6 |
| (지배주주)당기순이익 | 241.0 | 393.6 | 522.2 | 597.6 | 598.9 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | 244.3 | 392.3 | 522.2 | 597.6 | 598.9 |
| (지배주주)총포괄이익 | 244.3 | 392.3 | 522.2 | 597.6 | 598.9 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | 436.5 | 699.1 | 837.7 | 1,016.3 | 1,019.5 |
| 증감률 (%) | 94.3 | 60.2 | 19.8 | 21.3 | 0.3 |
| EBITDA 이익률 (%) | 37.5 | 44.6 | 41.8 | 42.1 | 43.6 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EPS (당기순이익, 원) | 3,599 | 5,878 | 7,467 | 8,397 | 8,415 |
| EPS (지배순이익, 원) | 3,599 | 5,878 | 7,467 | 8,397 | 8,415 |
| BPS (자본총계, 원) | 68,678 | 74,537 | 122,433 | 130,830 | 139,245 |
| BPS (지배지분, 원) | 68,678 | 74,537 | 122,433 | 130,830 | 139,245 |
| DPS (원) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER (당기순이익, 배) | 226.8 | 151.8 | 108.2 | 96.2 | 96.0 |
| PER (지배순이익, 배) | 226.8 | 151.8 | 108.2 | 96.2 | 96.0 |
| PBR (자본총계, 배) | 11.9 | 12.0 | 6.6 | 6.2 | 5.8 |
| PBR (지배지분, 배) | 11.9 | 12.0 | 6.6 | 6.2 | 5.8 |
| EV/EBITDA (배) | 125.1 | 85.4 | 66.6 | 54.2 | 53.5 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 37.5 | 44.6 | 41.8 | 42.1 | 43.6 |
| 영업이익률 (%) | 25.1 | 34.3 | 33.3 | 31.8 | 32.5 |
| 순이익률 (%) | 20.7 | 25.1 | 26.1 | 24.8 | 25.6 |
| ROA (%) | 3.9 | 5.5 | 5.3 | 4.9 | 4.7 |
| ROE (지배순이익, %) | 5.4 | 8.2 | 7.6 | 6.6 | 6.2 |
| ROIC (%) | 11.2 | 16.5 | 16.1 | 16.4 | 16.4 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 39.7 | 59.7 | 36.4 | 34.8 | 31.0 |
| 순차입금비율 (%) | (1.4) | (1.6) | (19.5) | (25.8) | (30.1) |
| 현금비율 (%) | 4.9 | 4.3 | 105.0 | 113.3 | 148.1 |
| 이자보상배율 (배) | 18.2 | 36.5 | 38.0 | 50.4 | 60.5 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 2.6 | 3.1 | 5.7 | 33.6 | (165.2) |
| 재고자산회수기간 (일) | 172.1 | 193.1 | 175.4 | 134.4 | 133.1 |
| 매출채권회수기간 (일) | - | - | - | - | - |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



셀트리온헬스케어

| Bloomberg Code (091990 KS) | Reuters Code (091990.KQ)

[제약/바이오]

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

이제는 보셔야죠



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
60,100 원



목표주가
80,000 원 (유지)



상승여력
33.1%

- ◆ 하반기 매출액 YoY +13.9%, 영업이익 YoY +66.9% 전망
- ◆ 기다렸던 그림이 이제서야. 램시마SC가 이끄는 실적 성장
- ◆ 목표주가 8만원 유지. 하반기 바이오 Top pick



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com



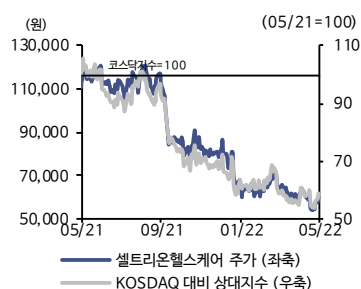
신한금융투자 기업분석부

| | |
|------|---------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 80,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 33.1% |

| | |
|----------------|--------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 9,078.1 십억원 |
| 액면가 | 1,000 원 |
| 발행주식수 | 158.2 백만주 |
| 유동주식수 | 94.5 백만주 (59.7%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 121,324 원/54,000 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 705,483 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 44,820 백만원 |
| 외국인 지분율 | 15.15% |
| 주요주주 | |
| 셀트리온홀딩스 외 21 인 | 38.07% |

| | |
|-----------------|--------|
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | -7.7% |
| 6 개월 | -33.4% |
| 12 개월 | -49.9% |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | -7.5% |
| 6 개월 | -21.2% |
| 12 개월 | -44.7% |

주가차트



하반기 매출액 YoY +13.9%, 영업이익 YoY +66.9% 전망

하반기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,558억원(+13.9% YoY, 이하 YoY 생략), 1,533억원(+66.9%, OPM 13.3%)으로 추정한다. 2021년 4분기 랙코로나 매출 약 1천억원 반영에 따른 역기저효과에도 불구하고 주력 품목들의 고른 성장 속 유럽에서의 랙시마SC 매출 고성장이 지속, 북미 트룩시마 매출 회복을 바탕으로 두 자릿수 실적 성장이 기대된다. 큰 폭의 영업이익 성장 및 영업이익률 상승(2H21 9.0%→ 2H22F 13.3%)은 2021년 3분기 북미 트룩시마 가격 인하에 따른 기존 파트너사 재고에 대한 트룩시마 가격 인하분 선제적 반영으로 일시적인 영업이익 급감이라는 기저효과에 기인한다.

1) 하반기 랙시마SC 매출은 1,642억원(+201.3%)을 예상한다. EU5를 중심으로 한 마케팅 확대 효과가 두드러지며 매 분기 고성장을 지속할 전망이다. 2) 트룩시마는 3,215억원(+73.0%)을 기록할 전망이다. 2021년 3분기 기저효과와 더불어 2022년 1분기부터 확인된 북미 트룩시마 매출 회복, 하반기부터 두드러질 유럽 직판 전환 효과까지 기대된다. 3) 랙시마/인플렉트라 매출액은 4,452억원(-12.3%)으로 추정한다. 미국 처방 점유율 상승세 지속에도 불구하고 유럽/북미에서의 가격 인하 영향을 감안했다.

기다렸던 그림이 이제서야. 랙시마SC가 이끄는 실적 성장

2020년 유럽 출시 당시에 기대했던 랙시마SC의 성과가 2022년부터 나타날 전망이다. 코로나19 확산세 둔화에 따른 마케팅 확대, 실사용 데이터 확보 및 축적을 바탕으로한 레퍼런스 확보가 지속되며 EU5를 중심으로 한 성과들이 포착되고 있다. 독일의 경우 2021년 인플렉시마 시장에서 점유율 14%를 차지, 단순 점유율 확대 뿐만 아니라 랙시마IV 점유율 역시 함께 상승함에 따라 두 제품간 시너지가 드러나고 있다고 판단된다. 2022년 연간 매출은 2,551억원(+184.6%)으로 추정하며 고마진 제품이라는 점에서 수익성에도 큰 기여가 기대된다. 2023년부터는 미국 시장 진입도 예상되는 만큼 추가적인 성장도 가능하다.

목표주가 8만원 유지. 하반기 바이오 Top pick

목표주가 8만원을 유지한다. 2022년은 1분기 실적을 저점으로 매분기 갈수록 고마진의 랙시마SC, 북미 트룩시마 매출 성장을 중심으로 성장세를 지속할 전망이다. 연중 매출 및 수익성의 동반 개선이 기대되는 셀트리온 헬스케어를 바이오 Top pick으로 제시한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 1,627.6 | 362.1 | 314.7 | 240.4 | 1,526 | 268.5 | 12,244 | 104.7 | 66.9 | 13.1 | 13.4 | (16.9) |
| 2021 | 1,804.5 | 199.4 | 198.3 | 152.6 | 965 | (36.8) | 13,320 | 83.1 | 60.2 | 6.0 | 7.6 | (5.6) |
| 2022F | 2,027.8 | 250.3 | 290.3 | 223.3 | 1,412 | 46.3 | 13,668 | 40.6 | 34.7 | 4.2 | 10.4 | (7.6) |
| 2023F | 2,381.9 | 322.6 | 327.7 | 250.7 | 1,555 | 10.1 | 14,680 | 36.9 | 26.3 | 3.9 | 10.9 | (16.6) |
| 2024F | 2,675.3 | 377.2 | 383.2 | 293.1 | 1,783 | 14.7 | 15,895 | 32.2 | 22.5 | 3.6 | 11.5 | (15.8) |

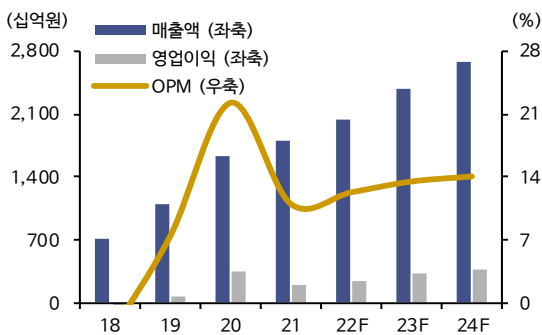
자료: 회사 자료, 신한금융투자

셀트리온헬스케어 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 356.3 | 433.3 | 409.1 | 605.8 | 415.7 | 456.3 | 538.0 | 617.8 | 1,627.6 | 1,804.5 | 2,027.8 | 2,381.9 |
| YoY | (0.2) | 3.1 | (11.7) | 56.5 | 16.7 | 5.3 | 31.5 | 2.0 | 47.8 | 10.9 | 12.4 | 17.5 |
| Remsima/Inflectra | 164.0 | 138.2 | 247.8 | 259.6 | 161.4 | 181.1 | 214.7 | 230.5 | 617.4 | 809.6 | 787.8 | 750.4 |
| Truxima | 109.7 | 163.7 | 69.4 | 116.4 | 134.5 | 134.9 | 159.7 | 161.7 | 786.8 | 459.1 | 590.9 | 625.9 |
| Herzuma | 59.3 | 43.0 | 39.9 | 68.8 | 40.0 | 50.1 | 60.4 | 75.5 | 162.6 | 211.0 | 225.9 | 229.6 |
| Remsima SC | 16.5 | 18.6 | 23.8 | 30.7 | 39.1 | 51.8 | 64.6 | 99.7 | 36.8 | 89.6 | 255.1 | 391.0 |
| Yuflyma | 0.0 | 0.6 | 5.9 | 7.6 | 15.7 | 17.0 | 19.3 | 22.1 | 0.0 | 14.1 | 74.1 | 220.0 |
| Regkirona | 0.0 | 60.7 | 1.7 | 98.0 | 3.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 160.4 | 3.9 | 0.0 |
| 기타 | 6.8 | 8.6 | 20.6 | 24.5 | 21.1 | 21.4 | 19.4 | 28.2 | 24.0 | 60.6 | 90.1 | 165.0 |
| 의약품별 YoY | | | | | | | | | | | | |
| Remsima/Inflectra | 8.2 | (8.8) | 49.9 | 74.3 | (1.6) | 31.1 | (13.4) | (11.2) | 17.9 | 31.1 | (2.7) | (4.7) |
| Truxima | (32.0) | (20.0) | (69.1) | (40.7) | 22.7 | (17.6) | 130.2 | 38.9 | 77.4 | (41.6) | 28.7 | 5.9 |
| Herzuma | 86.4 | (13.7) | (30.6) | 193.3 | (32.6) | 16.5 | 51.1 | 9.7 | 29.1 | 29.8 | 7.0 | 1.6 |
| Remsima SC | 135.2 | 97.5 | 110.6 | 238.6 | 136.1 | 178.9 | 171.5 | 224.3 | - | 143.5 | 184.6 | 53.3 |
| Yuflyma | - | - | - | - | - | 2,740.4 | 228.7 | 190.4 | - | - | 426.2 | 196.9 |
| 기타 | 28.8 | 73.4 | 350.4 | 166.8 | 208.7 | 150.2 | (5.9) | (19.2) | 208.4 | 152.1 | 48.8 | 83.2 |
| 매출총이익 | 82.3 | 127.1 | 74.7 | 146.4 | 104.3 | 115.5 | 134.9 | 160.2 | 541.8 | 430.5 | 514.9 | 618.1 |
| YoY | (12.9) | (0.9) | (57.1) | 1.0 | 26.7 | (9.1) | 80.7 | 9.4 | 158.8 | (20.5) | 19.6 | 20.0 |
| GPM | 23.1 | 29.3 | 18.3 | 24.2 | 25.1 | 25.3 | 25.1 | 25.9 | 33.3 | 23.9 | 25.4 | 26.0 |
| 영업이익 | 31.5 | 76.2 | 22.0 | 69.8 | 45.0 | 52.0 | 66.9 | 86.4 | 362.1 | 199.4 | 250.3 | 322.6 |
| YoY | (43.6) | (12.3) | (82.8) | (24.0) | 43.1 | (31.7) | 203.8 | 23.8 | 337.4 | (44.9) | 25.5 | 28.9 |
| OPM | 8.8 | 17.6 | 5.4 | 11.5 | 10.8 | 11.4 | 12.4 | 14.0 | 22.2 | 11.1 | 12.3 | 13.5 |
| (지배)순이익 | 31.5 | 63.7 | 40.6 | 16.7 | 43.6 | 52.3 | 57.7 | 69.8 | 240.4 | 152.6 | 223.3 | 250.7 |
| YoY | (58.6) | 37.2 | (52.8) | (47.2) | 38.3 | (18.0) | 42.1 | 317.0 | 270.1 | (36.5) | 46.4 | 12.2 |
| NPM | 8.8 | 14.7 | 9.9 | 2.8 | 10.5 | 11.5 | 10.7 | 11.3 | 14.8 | 8.5 | 11.0 | 10.5 |

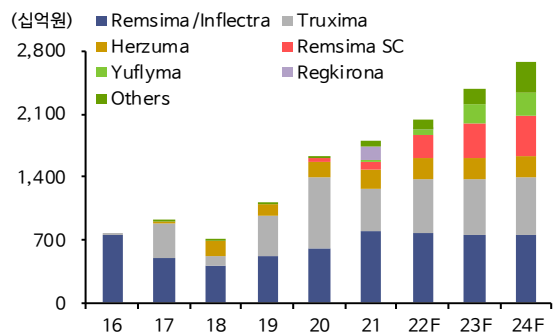
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 연결 기준

셀트리온헬스케어 실적 추이 및 전망



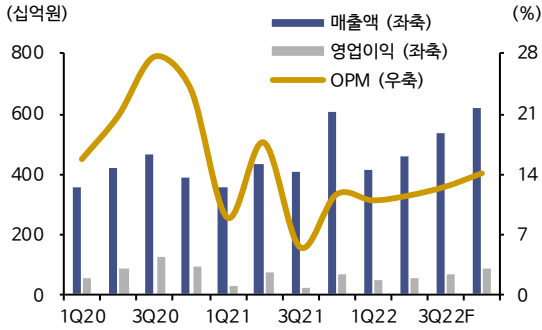
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

셀트리온헬스케어 의약품별 매출액 추이 및 전망



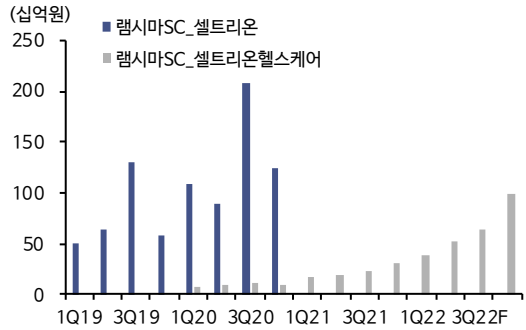
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

셀트리온헬스케어 분기 실적 추이 및 전망



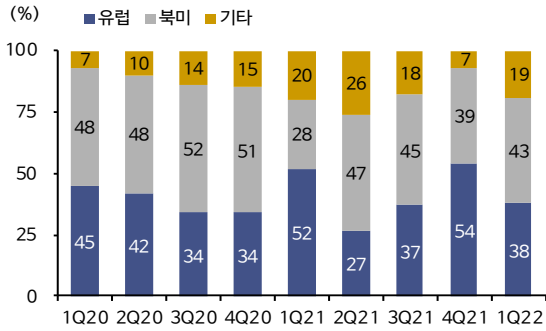
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

셀트리온-셀트리온헬스케어 램시마SC 매출 전망



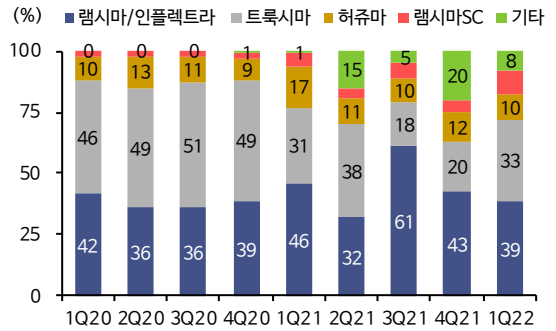
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

지역별 매출 비중 추이



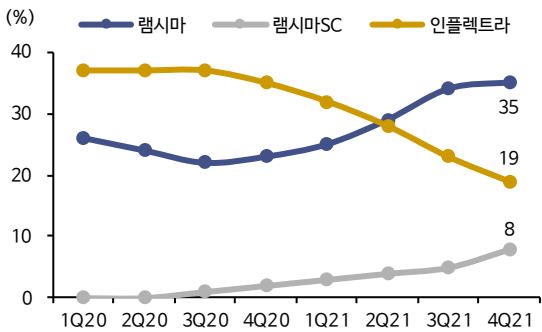
자료: 회사 자료, 신한금융투자

제품별 매출 비중 추이



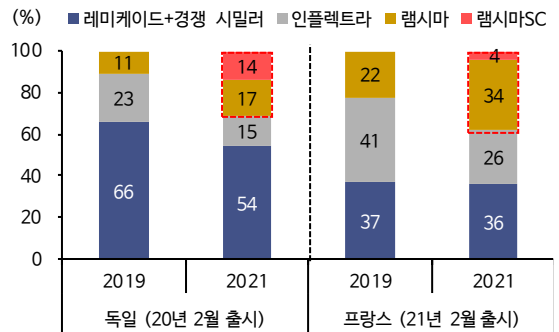
자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 기타는 렉키로나, 유플라이마

셀트리온 Infliximab 제품 EU5 시장 점유율 추이



자료: IQVIA, 신한금융투자 / 주: EU5 합산 수량 기준

유럽 주요국 램시마 및 램시마SC 처방 비중 변화



자료: IQVIA, 신한금융투자 / 주: 수량 기준

셀트리온그룹 바이오시밀러 파이프라인 현황

| 의약품명 | 성분명 | 오리지널명 | 오리지널 제조사 | 적응증 | 출시/개발 현황 | | 시장 규모 (백만달러) |
|---------------------|-------------|-----------|----------|------------------|--------------------------|----------------|--------------|
| | | | | | US | EU | |
| Remisma / Inflectra | Infliximab | Remicade | 존슨앤존슨 | 자가면역질환 | 출시(2016.11) | 출시(2013.09) | 4,086 |
| Truxima | Rituximab | Rituxan | 로슈 | 항암제 | 출시(2019.11) | 출시(2017.04) | 6,518 |
| Herzuma | Trastuzumab | Herceptin | 로슈 | 항암제 | 출시(2020.03) | 출시(2018.05) | 6,078 |
| Remsima SC | Infliximab | Remicade | 존슨앤존슨 | 자가면역질환 | 임상 3상 진행중 | 출시(2020.07) | 4,086 |
| CT-P16 | Bevacizumab | Avastin | 로슈 | 항암제 | 허가신청 (2021.10) | 허가신청 (2021.10) | 7,118 |
| Yuflyma | Adalimumab | Humira | 애브비 | 자가면역질환 | 허가신청 (2020.11) | 출시 | 19,169 |
| CT-P43 | Ustekinumab | Stelara | 존슨앤존슨 | 자가면역질환 | 글로벌 임상 3상 진행 중 (2020.09) | | 6,361 |
| CT-P39 | Omalizumab | Xolair | 로슈/노바티스 | 알레르기성 천식 | 글로벌 임상 3상 진행 중 (2020.07) | | 3,155 |
| CT-P41 | Denosumab | Prolia | 암젠 | 골다공증 | 글로벌 임상 3상 진행 중 (2021.01) | | 2,956 |
| CT-P42 | Aflibercept | Eylea | 리제네론 | 황반변성 | 글로벌 임상 3상 진행 중 (2020.11) | | 7,989 |
| CT-P47 | Tocilizumab | Actemra | 로슈 | 류마티스, 거대세포 동맥염 등 | 글로벌 임상 1상 진행 중 (2021.07) | | 2,658 |

자료: 회사 자료, Evaluate Pharma, 신한금융투자 / 주: Xolair 시장 규모는 로슈와 노바티스 합산 매출액 기준, 시장 규모는 2020년 기준

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자산총계 | 3,739.7 | 3,914.7 | 4,012.3 | 4,218.4 | 4,453.6 |
| 유동자산 | 3,498.9 | 3,702.7 | 3,797.8 | 4,001.5 | 4,234.7 |
| 현금및현금성자산 | 231.5 | 254.9 | 273.5 | 471.8 | 459.6 |
| 매출채권 | 312.1 | 521.5 | 450.6 | 529.3 | 594.5 |
| 재고자산 | 2,034.6 | 2,065.7 | 2,389.6 | 2,336.6 | 2,528.4 |
| 비유동자산 | 240.8 | 212.0 | 214.5 | 216.9 | 219.0 |
| 유형자산 | 6.2 | 7.1 | 10.6 | 13.3 | 15.5 |
| 무형자산 | 4.6 | 4.6 | 3.5 | 2.8 | 2.5 |
| 투자자산 | 4.0 | 4.4 | 4.6 | 4.9 | 5.1 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 1,806.8 | 1,808.9 | 1,808.6 | 1,805.2 | 1,789.4 |
| 유동부채 | 1,657.8 | 1,644.2 | 1,641.3 | 1,630.6 | 1,609.2 |
| 단기차입금 | 197.6 | 398.9 | 368.9 | 332.0 | 298.8 |
| 매입채무 | 955.4 | 736.1 | 787.6 | 827.0 | 851.8 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 149.0 | 164.7 | 167.3 | 174.6 | 180.1 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 3.1 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 1,932.9 | 2,105.8 | 2,203.7 | 2,413.2 | 2,664.3 |
| 자본금 | 151.8 | 155.0 | 158.1 | 161.2 | 164.4 |
| 자본잉여금 | 1,408.6 | 1,412.6 | 1,412.6 | 1,412.6 | 1,412.6 |
| 기타자본 | (155.9) | (159.0) | (244.0) | (244.0) | (244.0) |
| 기타포괄이익누계액 | (34.4) | (15.3) | (15.3) | (15.3) | (15.3) |
| 이익잉여금 | 562.9 | 712.5 | 892.4 | 1,098.7 | 1,346.7 |
| 지배주주지분 | 1,932.9 | 2,105.8 | 2,203.7 | 2,413.2 | 2,664.3 |
| 비지배주주지분 | (0.0) | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *총차입금 | 204.2 | 408.3 | 379.1 | 343.3 | 311.1 |
| *순차입금(순현금) | (326.8) | (118.5) | (166.5) | (400.8) | (421.0) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | (22.6) | (175.3) | 178.1 | 280.5 | 67.5 |
| 당기순이익 | 240.4 | 152.6 | 223.3 | 250.7 | 293.1 |
| 유형자산상각비 | 2.6 | 3.5 | 4.5 | 5.7 | 6.6 |
| 무형자산상각비 | 0.3 | 1.7 | 2.1 | 1.6 | 1.4 |
| 외환환산손실(이익) | 51.0 | (7.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 0.2 | 1.2 | (1.1) | (1.1) | (1.1) |
| 운전자본변동 | (389.2) | (397.4) | (47.9) | 26.4 | (229.6) |
| 법인세납부 | 0.0 | (23.3) | (67.0) | (77.0) | (90.0) |
| 기타 | 72.1 | 93.8 | 64.2 | 74.2 | 87.1 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (136.2) | (4.2) | (5.4) | (6.0) | (6.3) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (0.8) | (0.6) | (8.0) | (8.4) | (8.8) |
| 유형자산의감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (2.2) | (22.2) | (1.0) | (1.0) | (1.0) |
| 투자자산의감소(증가) | (0.0) | 0.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 기타 | (133.2) | 18.6 | 2.6 | 2.5 | 2.6 |
| FCF | 19.6 | (267.3) | 141.2 | 265.6 | 53.5 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 87.6 | 187.8 | (154.2) | (76.1) | (73.5) |
| 차입금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | (29.3) | (35.7) | (32.3) |
| 자기주식의처분(취득) | 2.9 | 11.6 | (85.0) | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | 0.0 | (39.9) | (40.3) | (41.1) |
| 기타 | 84.7 | 176.2 | 0.0 | (0.1) | (0.1) |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | 5.8 | 15.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | (65.5) | 23.4 | 18.5 | 198.3 | (12.3) |
| 기초현금 | 297.0 | 231.5 | 254.9 | 273.5 | 471.8 |
| 기말현금 | 231.5 | 254.9 | 273.5 | 471.8 | 459.6 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,627.6 | 1,804.5 | 2,027.8 | 2,381.9 | 2,675.3 |
| 증감률 (%) | 47.8 | 10.9 | 12.4 | 17.5 | 12.3 |
| 매출원가 | 1,085.8 | 1,374.0 | 1,512.9 | 1,763.8 | 1,975.4 |
| 매출총이익 | 541.8 | 430.5 | 514.9 | 618.1 | 699.9 |
| 매출총이익률 (%) | 33.3 | 23.9 | 25.4 | 26.0 | 26.2 |
| 판매관리비 | 179.7 | 231.1 | 264.6 | 295.6 | 322.7 |
| 영업이익 | 362.1 | 199.4 | 250.3 | 322.6 | 377.2 |
| 증감률 (%) | 337.4 | (44.9) | 25.5 | 28.9 | 17.0 |
| 영업이익률 (%) | 22.2 | 11.1 | 12.3 | 13.5 | 14.1 |
| 영업외손익 | (47.4) | (1.2) | 39.9 | 5.1 | 5.9 |
| 금융손익 | 4.8 | (18.6) | (12.6) | (11.2) | (7.9) |
| 기타영업외손익 | (52.1) | 18.6 | 53.7 | 17.5 | 15.0 |
| 종속 및 관계기업관련손익 | (0.2) | (1.1) | (1.1) | (1.1) | (1.1) |
| 세전계속사업이익 | 314.7 | 198.3 | 290.3 | 327.7 | 383.2 |
| 법인세비용 | 74.3 | 45.7 | 67.0 | 77.0 | 90.0 |
| 계속사업이익 | 240.4 | 152.6 | 223.3 | 250.7 | 293.1 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 240.4 | 152.6 | 223.3 | 250.7 | 293.1 |
| 증감률 (%) | 270.1 | (36.5) | 46.4 | 12.3 | 16.9 |
| 순이익률 (%) | 14.8 | 8.5 | 11.0 | 10.5 | 11.0 |
| (지배주주)당기순이익 | 240.4 | 152.6 | 223.3 | 250.7 | 293.1 |
| (비지배주주)당기순이익 | (0.0) | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | 249.3 | 171.7 | 223.3 | 250.7 | 293.1 |
| (지배주주)총포괄이익 | 249.3 | 171.7 | 223.3 | 250.7 | 293.1 |
| (비지배주주)총포괄이익 | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| EBITDA | 365.1 | 204.6 | 257.0 | 329.9 | 385.2 |
| 증감률 (%) | 330.2 | (44.0) | 25.6 | 28.4 | 16.8 |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.4 | 11.3 | 12.7 | 13.8 | 14.4 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 1,526 | 965 | 1,412 | 1,555 | 1,783 |
| EPS (지배순이익, 원) | 1,526 | 965 | 1,412 | 1,555 | 1,783 |
| BPS (자본총계, 원) | 12,244 | 13,320 | 13,668 | 14,680 | 15,895 |
| BPS (지배지분, 원) | 12,244 | 13,320 | 13,668 | 14,680 | 15,895 |
| DP (원) | 0 | 255 | 255 | 255 | 255 |
| PER (당기순이익, 배) | 104.7 | 83.1 | 40.6 | 36.9 | 32.2 |
| PER (지배순이익, 배) | 104.7 | 83.1 | 40.6 | 36.9 | 32.2 |
| PBR (자본총계, 배) | 13.1 | 6.0 | 4.2 | 3.9 | 3.6 |
| PBR (지배지분, 배) | 13.1 | 6.0 | 4.2 | 3.9 | 3.6 |
| EV/EBITDA (배) | 66.9 | 60.2 | 34.7 | 26.3 | 22.5 |
| 배당성향 (%) | 1.2 | 28.1 | 19.5 | 17.7 | 15.4 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.4 | 11.3 | 12.7 | 13.8 | 14.4 |
| 영업이익률 (%) | 22.2 | 11.1 | 12.3 | 13.5 | 14.1 |
| 순이익률 (%) | 14.8 | 8.5 | 11.0 | 10.5 | 11.0 |
| ROA (%) | 7.3 | 4.0 | 5.6 | 6.1 | 6.8 |
| ROE (지배순이익, %) | 13.4 | 7.6 | 10.4 | 10.9 | 11.5 |
| ROIC (%) | 24.0 | 10.3 | 10.1 | 13.0 | 14.2 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 93.5 | 85.9 | 82.1 | 74.8 | 67.2 |
| 순차입금비용률 (%) | (16.9) | (5.6) | (7.6) | (16.6) | (15.8) |
| 현금비용률 (%) | 14.0 | 15.5 | 16.7 | 28.9 | 28.6 |
| 이자보상배율 (배) | 42.2 | 20.0 | 19.5 | 27.4 | 35.4 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 1.3 |
| 재고자산회수기간 (일) | 410.2 | 414.7 | 401.0 | 362.1 | 331.9 |
| 매출채권회수기간 (일) | 76.3 | 84.3 | 87.5 | 75.1 | 76.7 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



한미약품

| Bloomberg Code (128940 KS) | Reuters Code (128940.KS)

[제약/바이오]

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

재평가를 위한 시험대가 될 하반기



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
314,500 원



목표주가
350,000 원 (유지)



상승여력
11.3%

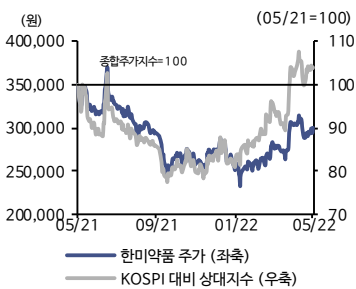
- ◆ 하반기 매출액 YoY +1.9%, 영업이익 -12.3% 전망
- ◆ 실적과 더불어 R&D 파이프라인들의 성과에 주목해야 할 하반기
- ◆ 목표주가 35만원 유지. 파이프라인 성과에 따른 재평가도 가능



| | |
|------|----------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 350,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 11.3% |

| | |
|-----------------------|---------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 3,701.6십억원 |
| 액면가 | 2,500 원 |
| 발행주식수 | 12.3백만주 |
| 유동주식수 | 7.1백만주(57.8%) |
| 52주 최고가/최저가 | 370,303 원/233,000 원 |
| 일평균 거래량 (60일) | 28,394 주 |
| 일평균 거래액 (60일) | 8,181 백만원 |
| 외국인 지분율 | 13.23% |
| 주요주주 | |
| 한미사이언스 외 3인 | 41.41% |
| 신동국 외 1인 | 9.14% |
| 절대수익률 | |
| 3개월 | 15.4% |
| 6개월 | 16.0% |
| 12개월 | -13.1% |
| KOSPI 대비 상대수익률 | |
| 3개월 | 20.0% |
| 6개월 | 30.6% |
| 12개월 | 4.1% |

주가차트



하반기 매출액 YoY +1.9%, 영업이익 -12.3% 전망

하반기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 6,661억원(+1.9% YoY, 이하 YoY 생략), 698억원(-12.3%, OPM 10.5%)으로 추정한다. 2021년 4분기 엡트즈 바이오사이언스에 기술이전 한 AML(급성골수성 백혈병) 치료제 후보물질 HM43239 계약금 수령에 따른 영향으로 2022년 하반기 영업이익은 전년동기대비 감소 및 영업이익률 하락도 불가피할 전망이다. 하지만 코로나19 확산세 둔화에 따른 외래 환자 수 회복 등 의약품 수요 증가로 한미약품 개별 매출 및 자회사(북경한미, 한미정밀화학) 실적은 성장세를 지속할 전망이다. ‘아모잘탄패밀리’, ‘에소메졸’ 등 주력 제품들의 성장세가 견조하고 북경한미 역시 매분기 고성장세를 지속 중이다.

실적과 더불어 R&D 파이프라인들의 성과에 주목해야 할 하반기

하반기에는 견조한 실적 성장과 더불어 R&D 파이프라인들의 성과가 가시화될 전망이다. 1) 톨론티스는 국내 시장 출시 이후 안정적으로 시장 지배력을 확대 중이며 FDA 허가 역시 3월 BLA 재신청 이후 PDUFA 리뷰 일정이 9월로 지정된 바 있다. 2) 포지오티닙은 3월 개최된 ESMO TAT에서 1차 평가변수를 충족했음을 공개한 바 있다. PDUFA 일정은 11월로 별도 자문위원회 회의 개최 계획이 없다고 한 만큼 허가 가능성은 높다고 판단된다. 3) 오락솔은 MHRA에 전이성 유방암 치료제로 허가를 신청한 상태이며 하반기 중 영국에서의 허가가 기대된다. 그 외에도 4) 머크에 기술이전된 Dual Agonist의 NASH 환자 대상 오점피과의 비교 임상 2상 역시 12월말 종료 예정이며 하반기 중 결과 발표가 예상된다.

목표주가 35만원 유지. 파이프라인 성과에 따른 재평가도 가능

목표주가는 35만원을 유지한다. 글로벌 제약사들과 마찬가지로 한미약품 역시 코로나19 확산세 둔화에 따른 의약품 매출 확대의 수혜를 누릴 전망이다. 관건은 R&D 파이프라인들에서의 성과가 될 전망이다. 기술이전된 3개 품목(톨론티스, 포지오티닙, 오락솔)의 허가 여부와 더불어 NASH 환자를 대상으로 개발 중인 Dual Agonist와 Triple Agonist에서 유의미한 결과 도출 시 재평가가 가능하다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 1,075.9 | 49.0 | 22.1 | 12.0 | 971 | (77.0) | 59,262 | 370.3 | 46.2 | 6.1 | 1.6 | 78.8 |
| 2021 | 1,203.2 | 125.4 | 103.7 | 67.0 | 5,441 | 460.4 | 65,182 | 50.7 | 18.7 | 4.2 | 8.7 | 58.7 |
| 2022F | 1,297.3 | 132.4 | 112.1 | 68.7 | 5,576 | 2.5 | 70,262 | 53.9 | 18.6 | 4.3 | 8.2 | 50.6 |
| 2023F | 1,410.2 | 153.7 | 129.2 | 78.8 | 6,394 | 14.7 | 76,120 | 47.0 | 16.8 | 3.9 | 8.7 | 43.0 |
| 2024F | 1,512.3 | 174.3 | 151.5 | 91.8 | 7,451 | 16.5 | 83,016 | 40.3 | 15.2 | 3.6 | 9.4 | 35.0 |

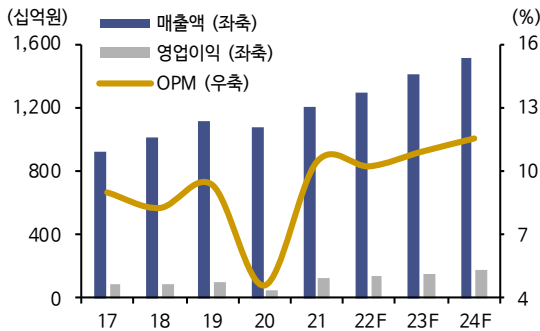
자료: 회사 자료, 신한금융투자

한미약품 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 20 | 21 | 22F |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 270.3 | 279.3 | 303.1 | 350.5 | 321.1 | 310.1 | 321.5 | 344.5 | 1,075.9 | 1,203.2 | 1,297.3 |
| YoY | (6.2) | 14.7 | 13.5 | 26.4 | 18.8 | 11.0 | 6.1 | (1.7) | (3.4) | 11.8 | 7.8 |
| 한미약품(개별) | 197.1 | 222.6 | 226.2 | 271.0 | 226.6 | 237.4 | 242.1 | 253.2 | 872.4 | 917.0 | 959.3 |
| 제품 | 161.9 | 187.6 | 187.3 | 205.3 | 187.6 | 197.9 | 199.2 | 201.8 | 701.0 | 742.1 | 786.5 |
| 상품 | 32.5 | 33.6 | 35.9 | 43.1 | 36.1 | 37.0 | 39.5 | 47.4 | 145.6 | 145.1 | 160.0 |
| 기술료 수익 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 21.9 | 0.2 | 0.0 | 0.5 | 1.2 | 16.6 | 22.1 | 1.8 |
| 기타 | 2.7 | 1.4 | 2.8 | 3.6 | 2.7 | 2.5 | 2.9 | 2.9 | 9.2 | 10.5 | 11.0 |
| 복경한미 | 73.4 | 59.5 | 75.4 | 80.4 | 94.8 | 71.4 | 82.9 | 88.4 | 203.5 | 288.7 | 337.6 |
| 한미정밀화학 | 20.4 | 22.0 | 18.7 | 26.0 | 23.7 | 25.3 | 21.5 | 29.9 | 89.3 | 87.1 | 100.4 |
| 기타 및 연결조정 | (20.6) | (24.8) | (17.2) | (27.0) | (24.0) | (24.0) | (25.0) | (27.0) | (89.4) | (89.7) | (99.9) |
| 매출총이익 | 146.3 | 141.4 | 160.4 | 184.7 | 172.7 | 155.5 | 168.3 | 181.7 | 580.9 | 632.8 | 678.3 |
| YoY | (10.9) | 9.0 | 26.9 | 15.1 | 18.1 | 10.0 | 5.0 | (1.6) | (8.2) | 8.9 | 7.2 |
| GPM | 54.1 | 50.6 | 52.9 | 52.7 | 53.8 | 50.2 | 52.3 | 52.7 | 54.0 | 52.6 | 52.3 |
| 영업이익 | 29.9 | 15.9 | 36.9 | 42.7 | 40.9 | 21.7 | 33.0 | 36.8 | 49.0 | 125.4 | 132.4 |
| YoY | 4.2 | 49.6 | 흑전 | 1.9 | 36.4 | 36.9 | (0.1) | (13.8) | (52.9) | 156.1 | 5.5 |
| OPM | 11.1 | 5.7 | 12.2 | 12.2 | 12.7 | 7.0 | 10.3 | 10.7 | 4.6 | 10.4 | 10.2 |
| 세전이익 | 27.2 | 10.2 | 32.1 | 34.1 | 36.4 | 16.8 | 27.3 | 31.6 | 22.1 | 103.7 | 112.1 |
| YoY | 80.3 | (13.9) | 흑전 | (7.2) | 33.7 | 64.6 | (0.2) | (7.5) | (73.4) | 368.6 | 8.1 |
| (지배주주)순이익 | 19.0 | 7.1 | 23.4 | 17.5 | 19.5 | 11.0 | 17.8 | 20.3 | 12.0 | 67.0 | 68.7 |
| YoY | 152.6 | (4.9) | 흑전 | (37.1) | 2.5 | 55.0 | (0.2) | 16.5 | (77.0) | 460.4 | 2.5 |
| NPM | 7.0 | 2.5 | 7.7 | 5.0 | 6.1 | 3.6 | 5.5 | 5.9 | 1.1 | 5.6 | 5.3 |

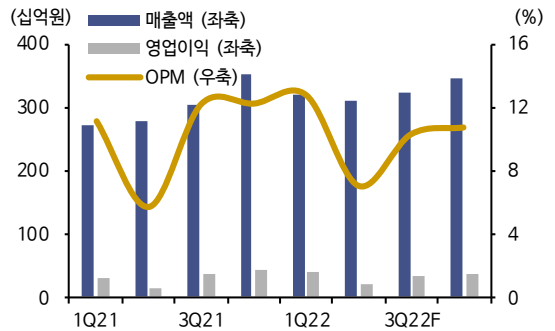
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 연간 실적 추이 및 전망



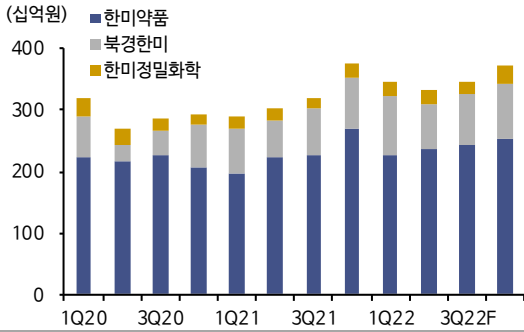
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 분기 실적 추이 및 전망



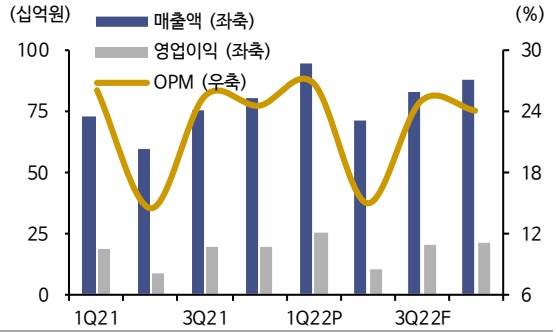
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 연결 기준

부문별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한미약품 R&D 파이프라인 현황

| | 전임상 | 임상 1상 | 임상 2상 | 임상 3상 | 허가신청 |
|-------------------------------|---|--|---|------------------------------------|---|
| OBESITY/ NASH/ Diabetes | HM15136+Efpeglenatide (LAPSGlucagon Combo) 비만/대사성질환 | HM12470 (LAPSIInsulin Analog) 당뇨 | HM12525A (Merck) (LAPS GLP/GCG) NASH | Efpeglenatide (LAPSExd4 Analog) 당뇨 | |
| | HM12470+Efpeglenatide (LAPSIInsulin Combo) 당뇨 | | HM15211 (LAPSTriple Agonist) NASH | | |
| Oncology | HM97662 (EZH1/2 저해제) 고형암 및 혈액암 | Belvarafenib (Genentech) (Pan-RAF Inhibitor) 흑색종 등 고형암 | Poziotinib (Spectrum) (Pan-HER Inhibitor) NSCLC 1차 치료요법 | | Rolontis™ (Spectrum) (Eflapegrastim) 호중구감소증 |
| | HM97594 (EZH1/2 Dual Inhibitor) 고형암, 혈액암 | BH2950 (Innovent) (PD-1/HER2 BsAb) 면역항암 | FLX475 (RAPT) (CCR4 Inhibitor) 고형암 | | Oraxol™ (Athenex) (Paditaxel+Encequidar) 유방암, 고형암 |
| | HM16390 (LAPSil-2 Analog) 고형암 | Rolontis™ (Spectrum) (Eflapegrastim) 호중구감소증 (당일투여요법) | Belvarafenib (Roche) (Pan-RAF Inhibitor) BRAF 변이 및 융합 고형암 | | Poziotinib (Spectrum) (Pan-HER Inhibitor) HER2 exon2.0 변이 NSCLC 2차 치료요법 |
| | BH3120 (PD-L1/4-1BB BsAb) 고형암 | | | | |
| Rare Diseases/ Other | HM15450 (Long-acting ASB) 류코다당체 침착증 | Luminate® (Allegro) (Integrin inhibitor) 망막색소변성증 | Efpegsomatropin (LAPShGH) 성장호르몬 결핍증 | | |
| | HM15211 (LAPSTriple Agonist) 특발성 폐섬유증 | HM43239 (Aptose) (MKI) 급성골수성백혈병 (AML) | Luminate® (Allegro) (Integrin inhibitor) 건성노인성황반변성 | | |
| | HM15421 (Long-acting GLA) 파브리병 | | 포셀티닙 (BTK Inhibitor) 자가면역질환 | | |
| | | | HM15136 (LAPSGlucagon Analog) 선천성 고인슐린증 | | |
| | | | HM15912 (LAPSGLP-2 Analog) 단장증후군 | | |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한미약품 R&D 파이프라인 국가별 지정 현황

| | FDA | EMA | Others |
|----------------------------|---|--|---|
| LAPSTriple Agonist | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -원발담즙성담관염 -원발경화성담관염 -특별성 폐섬유증 Fast Track <ul style="list-style-type: none"> -비알콜성지방간염 | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -원발담즙성담관염 -원발경화성담관염 | |
| LAPSGlucagon Analog | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -선천성 고인슐린증 희귀소아질병의약품 <ul style="list-style-type: none"> -선천성 고인슐린증 | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -선천성 고인슐린증, -인슐린 자가면역증후군 | <ul style="list-style-type: none"> 식약처 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -선천성 고인슐린증 |
| LAPSGLP-2 Analog | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -단장증후군 희귀소아질병의약품 <ul style="list-style-type: none"> -단장증후군 Fast Track <ul style="list-style-type: none"> -단장증후군 | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -단장증후군 | <ul style="list-style-type: none"> 식약처 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -단장증후군 |
| Oraxol | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -혈관육종 | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -연조직육종 | <ul style="list-style-type: none"> 영국 MHRA 유망혁신치료제 <ul style="list-style-type: none"> -전이성 유방암 |
| Poziotinib | <ul style="list-style-type: none"> Fast Track <ul style="list-style-type: none"> -비소세포폐암 | | |
| MKI | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -급성골수성백혈병 | | <ul style="list-style-type: none"> 식약처 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -급성골수성백혈병 |
| LAPShGH | | <ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 <ul style="list-style-type: none"> -성장호르몬결핍증 | |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자산총계 | 1,882.0 | 1,936.7 | 2,035.9 | 2,147.0 | 2,268.4 |
| 유동자산 | 614.4 | 704.0 | 773.7 | 848.8 | 927.3 |
| 현금및현금성자산 | 146.2 | 209.2 | 240.3 | 268.9 | 305.4 |
| 매출채권 | 144.4 | 217.4 | 234.4 | 254.8 | 273.3 |
| 재고자산 | 308.5 | 250.2 | 269.8 | 293.2 | 314.5 |
| 비유동자산 | 1,267.7 | 1,232.8 | 1,262.2 | 1,298.2 | 1,341.1 |
| 유형자산 | 986.6 | 944.5 | 963.2 | 987.6 | 1,018.1 |
| 무형자산 | 72.9 | 80.2 | 89.5 | 99.6 | 110.5 |
| 투자자산 | 59.7 | 52.9 | 54.3 | 55.9 | 57.3 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 1,050.1 | 1,008.5 | 1,025.9 | 1,042.2 | 1,051.5 |
| 유동부채 | 533.5 | 648.9 | 661.8 | 672.7 | 677.0 |
| 단기차입금 | 238.1 | 255.9 | 248.2 | 240.8 | 233.6 |
| 매입채무 | 32.2 | 42.8 | 46.2 | 50.2 | 53.8 |
| 유동성장기부채 | 161.7 | 196.8 | 201.9 | 201.8 | 196.7 |
| 비유동부채 | 516.7 | 359.5 | 364.1 | 369.6 | 374.5 |
| 사채 | 209.6 | 109.8 | 109.8 | 109.8 | 109.8 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 190.8 | 191.3 | 191.3 | 191.3 | 191.3 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 831.9 | 928.3 | 1,010.0 | 1,104.8 | 1,216.8 |
| 자본금 | 29.6 | 30.2 | 30.8 | 30.8 | 30.8 |
| 자본잉여금 | 413.8 | 413.2 | 412.6 | 412.6 | 412.6 |
| 기타자본 | (28.3) | (33.1) | (33.1) | (33.1) | (33.1) |
| 기타포괄이익누계액 | (19.2) | (4.2) | (4.2) | (4.2) | (4.2) |
| 이익잉여금 | 334.1 | 396.9 | 459.5 | 531.7 | 616.6 |
| 지배주주자본 | 730.0 | 803.0 | 865.5 | 937.7 | 1,022.5 |
| 비지배주주자본 | 101.9 | 125.3 | 144.5 | 167.1 | 194.3 |
| *총차입금 | 803.8 | 756.3 | 753.9 | 746.6 | 734.5 |
| *순차입금(순현금) | 655.8 | 544.5 | 511.0 | 474.8 | 425.9 |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 151.5 | 201.9 | 172.0 | 185.0 | 209.0 |
| 당기순이익 | 17.3 | 81.5 | 87.8 | 101.4 | 118.9 |
| 유형자산상각비 | 53.7 | 78.2 | 86.3 | 88.2 | 90.3 |
| 무형자산상각비 | 7.7 | 10.9 | 15.7 | 17.4 | 19.3 |
| 외환환산손실(이익) | (1.8) | (0.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 0.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | 42.1 | (53.5) | (18.9) | (23.0) | (20.6) |
| (법인세납부) | (14.7) | (6.6) | (24.2) | (27.8) | (32.6) |
| 기타 | 46.9 | 90.9 | 24.2 | 27.7 | 32.6 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (45.2) | (43.4) | (131.5) | (141.8) | (152.7) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (41.8) | (19.9) | (105.0) | (112.5) | (120.8) |
| 유형자산의감소 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (15.9) | (14.2) | (25.0) | (27.5) | (30.3) |
| 투자자산의감소(증가) | 16.3 | (7.6) | (1.3) | (1.6) | (1.5) |
| 기타 | (3.9) | (1.8) | (0.2) | (0.2) | (0.1) |
| FCF | 102.4 | 201.4 | 77.0 | 85.3 | 100.0 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (65.2) | (113.3) | (8.3) | (13.4) | (18.7) |
| 차입금의 증가(감소) | (51.3) | (99.7) | (2.3) | (7.3) | (12.1) |
| 자기주식의처분(취득) | 3.1 | 4.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | (8.1) | (5.9) | (6.0) | (6.1) | (6.6) |
| 기타 | (8.9) | (12.6) | (0.0) | (0.0) | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | (1.1) | (1.1) | (1.1) |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (1.1) | 17.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 40.0 | 63.1 | 31.0 | 28.7 | 36.5 |
| 기초현금 | 106.1 | 146.2 | 209.2 | 240.3 | 268.9 |
| 기말현금 | 146.2 | 209.2 | 240.3 | 268.9 | 305.4 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,075.9 | 1,203.2 | 1,297.3 | 1,410.2 | 1,512.3 |
| 증감률 (%) | (3.4) | 11.8 | 7.8 | 8.7 | 7.2 |
| 매출원가 | 494.9 | 570.4 | 619.0 | 658.1 | 700.3 |
| 매출총이익 | 580.9 | 632.8 | 678.3 | 752.1 | 812.0 |
| 매출총이익률 (%) | 54.0 | 52.6 | 52.3 | 53.3 | 53.7 |
| 판매관리비 | 531.9 | 507.3 | 545.9 | 598.4 | 637.8 |
| 영업이익 | 49.0 | 125.4 | 132.4 | 153.7 | 174.3 |
| 증감률 (%) | (52.9) | 156.1 | 5.5 | 16.1 | 13.4 |
| 영업이익률 (%) | 4.6 | 10.4 | 10.2 | 10.9 | 11.5 |
| 영업외손익 | (26.8) | (21.7) | (20.3) | (24.5) | (22.8) |
| 금융손익 | (28.3) | (9.5) | (14.7) | (17.0) | (16.8) |
| 기타영업외손익 | 1.4 | (12.2) | (5.6) | (7.5) | (6.0) |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 22.1 | 103.7 | 112.1 | 129.2 | 151.5 |
| 법인세비용 | 4.8 | 22.2 | 24.2 | 27.8 | 32.6 |
| 계속사업이익 | 17.3 | 81.5 | 87.8 | 101.4 | 118.9 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 17.3 | 81.5 | 87.8 | 101.4 | 118.9 |
| 증감률 (%) | (72.9) | 371.3 | 7.8 | 15.4 | 17.3 |
| 순이익률 (%) | 1.6 | 6.8 | 6.8 | 7.2 | 7.9 |
| (지배주주)당기순이익 | 12.0 | 67.0 | 68.7 | 78.8 | 91.8 |
| (비지배주주)당기순이익 | 5.3 | 14.5 | 19.2 | 22.6 | 27.1 |
| 총포괄이익 | 20.7 | 107.1 | 87.8 | 101.4 | 118.9 |
| (지배주주)총포괄이익 | 15.0 | 83.7 | 68.6 | 79.2 | 92.9 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 5.6 | 23.4 | 19.2 | 22.2 | 26.0 |
| EBITDA | 110.3 | 214.5 | 234.3 | 259.3 | 283.9 |
| 증감률 (%) | (30.7) | 94.4 | 9.2 | 10.7 | 9.5 |
| EBITDA 이익률 (%) | 10.3 | 17.8 | 18.1 | 18.4 | 18.8 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 1,404 | 6,615 | 7,132 | 8,231 | 9,654 |
| EPS (지배순이익, 원) | 971 | 5,441 | 5,576 | 6,394 | 7,451 |
| BPS (자본총계, 원) | 67,535 | 75,358 | 81,994 | 89,688 | 98,786 |
| BPS (지배자본, 원) | 59,262 | 65,182 | 70,262 | 76,120 | 83,016 |
| DPS (원) | 481 | 490 | 500 | 540 | 560 |
| PER (당기순이익, 배) | 256.1 | 41.7 | 42.1 | 36.5 | 31.1 |
| PER (지배순이익, 배) | 370.3 | 50.7 | 53.9 | 47.0 | 40.3 |
| PBR (자본총계, 배) | 5.3 | 3.7 | 3.7 | 3.4 | 3.0 |
| PBR (지배자본, 배) | 6.1 | 4.2 | 4.3 | 3.9 | 3.6 |
| EV/EBITDA (배) | 46.2 | 18.7 | 18.6 | 16.8 | 15.2 |
| 배당성향 (%) | 49.2 | 8.9 | 8.9 | 8.4 | 7.5 |
| 배당수익률 (%) | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 10.3 | 17.8 | 18.1 | 18.4 | 18.8 |
| 영업이익률 (%) | 4.6 | 10.4 | 10.2 | 10.9 | 11.5 |
| 순이익률 (%) | 1.6 | 6.8 | 6.8 | 7.2 | 7.9 |
| ROA (%) | 0.9 | 4.3 | 4.4 | 4.8 | 5.4 |
| ROE (지배순이익, %) | 1.6 | 8.7 | 8.2 | 8.7 | 9.4 |
| ROIC (%) | 2.2 | 7.1 | 7.7 | 8.6 | 9.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 126.2 | 108.6 | 101.6 | 94.3 | 86.4 |
| 순차입금비율 (%) | 78.8 | 58.7 | 50.6 | 43.0 | 35.0 |
| 현금비율 (%) | 27.4 | 32.2 | 36.3 | 40.0 | 45.1 |
| 이자보상배율 (배) | 2.0 | 7.6 | 8.2 | 9.6 | 11.1 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 3.0 | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| 재고자산회수기간 (일) | 107.8 | 84.7 | 73.1 | 72.9 | 73.3 |
| 매출채권회수기간 (일) | 55.8 | 54.9 | 63.6 | 63.3 | 63.7 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



대웅제약

| Bloomberg Code (069620 KS) | Reuters Code (069620.KS)

[제약/바이오]

장세훈 책임연구원
☎ 02-3772-1546
✉ sehunjang@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

하반기는 상반기보다 더 좋을 예정



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
169,500 원



목표주가
210,000 원 (유지)



상승여력
23.9%

- ◆ 하반기는 나빠질 게 없고 개선되는 포인트만 가득
- ◆ 나보타 시장 확대와 자체개발 신약의 성과는 지속 전망
- ◆ 목표주가 유지. 시장 예상을 뛰어넘는 성장 속도 기대

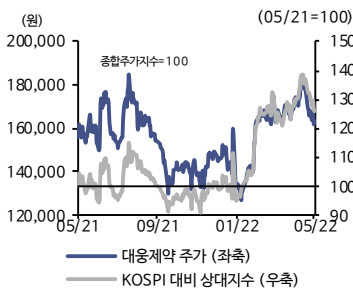


신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

| | |
|------|----------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 210,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 23.9% |

| | |
|-----------------------|---------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 1,894.4십억원 |
| 액면가 | 2,500 원 |
| 발행주식수 | 11.6백만주 |
| 유동주식수 | 4.4백만주 (38.3%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 185,000 원/127,000 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 42,523 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 7,204백만원 |
| 외국인 지분율 | 7.53% |
| 주요주주 | |
| 대웅 외 5 인 | 57.20% |
| 국민연금공단 | 8.17% |
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | 0.9% |
| 6 개월 | 18.1% |
| 12 개월 | 3.8% |
| KOSPI 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | 4.9% |
| 6 개월 | 32.9% |
| 12 개월 | 24.4% |

주가차트



하반기는 나빠질 게 없고 개선되는 포인트만 가득

하반기로 갈수록 실적 개선의 포인트가 다수 예상돼 긍정적이다. 1) 나보타의 북미향 실적 상승 및 유럽 시장 진출을 통한 추가 성장, 2) 하반기 펙수프라잔 출시로 제품 믹스 개선 지속, 3) 리오프닝에 따른 의약품 사업부 실적 호조와 나보타 실적 호조 기대가 하반기에 예상된다. 또한 1분기 실적을 통해 수익성 개선을 재확인했다. 실적 개선 포인트는 시간이 흐를수록 하나씩 더해질 예정이기 때문에 2, 3, 4분기로 갈수록 더 강력해지는 실적 모멘텀을 기대해볼만 하다.

나보타 시장 확대와 자체개발 신약의 성과는 지속 전망

1분기 역대 분기 최대 실적을 기록했던 나보타는 4월, 5월 북미향(미국, 캐나다) 통관데이터 상에서도 꺾이지 않아 일시적이라는 우려를 떨쳐내고 있다. 4월에 약 545만 달러, 5월은 20일까지의 잠정치로 약 548만 달러를 기록했다. 6월 데이터를 봐야겠지만 이 추세면 2분기는 1분기와 비슷하거나 그 이상의 수출 실적을 기록할 수 있을 전망이다. 3분기에는 유럽 시장 진출을 통한 추가 실적 성장이 기대된다. 레방스의 닥시(Daxi)의 승인이 올해 9월에 예정돼 향후 경쟁은 더 치열해지겠지만 아직 확장 가능한 시장 파이가 충분하다고 판단된다.

P-CAB 신약 펙수클루는 5월 12일 심평원으로부터 평가금액 이하 수용시 급여 결정을 받아 3분기 중으로 출시가 예상된다. 시장 경쟁을 위한 수용이 예상되며, 경쟁약인 케이캡 대비 소폭 낮은 약가를 받을 것으로 추정된다. 최근 GERD(위식도역류질환) 처방 가이드라인에서 P-CAB 초기치료 권고로 개정되고 있으며, 아직 P-CAB계열 점유율이 국내 시장의 11% 정도라는 점에서 시장 규모 확대가 전망된다.

목표주가 유지. 시장 예상을 뛰어넘는 성장 속도 기대

투자의견과 목표주가를 유지한다. 향후 실적 및 수익성 개선 속도에 따라 실적 추정치 변경에 따른 목표주가 상향이 가능하다. 또한 가치 산정에 포함된 자회사 한올바이오파마의 HL036 안구건조증 임상 3-2상 결과가 하반기에 예정돼있다. 2023년 펙수클루에 이어 당뇨 신약 이나보글리플로진의 국내 출시도 기대되며, 나보타의 호주 및 중국 시장 진출도 예상돼 실적 측면에서는 가장 안정적인 제약사로 평가한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 944.8 | 12.6 | (7.8) | 3.1 | 271 | (84.5) | 49,716 | 609.1 | 49.8 | 3.3 | 0.6 | 62.9 |
| 2021 | 1,055.2 | 95.5 | 25.5 | 35.8 | 3,089 | 1,040.4 | 53,015 | 47.9 | 16.2 | 2.8 | 6.0 | 60.2 |
| 2022F | 1,136.6 | 119.5 | 99.4 | 76.0 | 6,562 | 112.4 | 59,004 | 24.9 | 13.7 | 2.8 | 11.7 | 44.8 |
| 2023F | 1,249.7 | 140.7 | 118.9 | 91.0 | 7,850 | 19.6 | 66,281 | 20.8 | 11.8 | 2.5 | 12.5 | 30.8 |
| 2024F | 1,368.4 | 164.7 | 142.4 | 108.9 | 9,401 | 19.8 | 75,109 | 17.4 | 10.0 | 2.2 | 13.3 | 16.1 |

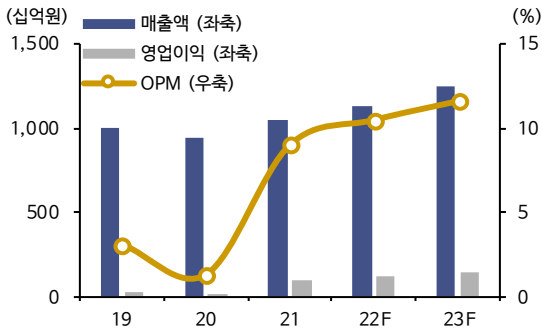
자료: 회사 자료, 신한금융투자

대웅제약 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 21 | 22F | 23F |
|------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 241.7 | 273.1 | 265.1 | 275.3 | 272.2 | 282.7 | 282.5 | 299.2 | 1,055.2 | 1,136.6 | 1,249.7 |
| YoY | 5.8 | 20.8 | 6.5 | 14.0 | 12.6 | 3.5 | 6.6 | 8.7 | 11.7 | 7.7 | 9.9 |
| OTC | 26.4 | 28.6 | 30.0 | 29.2 | 29.7 | 30.2 | 30.5 | 29.7 | 114.4 | 120.1 | 121.7 |
| ETC | 181.0 | 195.1 | 196.7 | 205.2 | 197.6 | 204.3 | 209.1 | 220.2 | 778.0 | 831.2 | 912.0 |
| 나보타 | 15.4 | 23.2 | 20.9 | 20.1 | 30.4 | 27.3 | 27.2 | 29.1 | 79.6 | 114.0 | 141.7 |
| 수탁, 마일스톤 등 | 18.8 | 26.2 | 17.4 | 20.8 | 14.5 | 20.9 | 15.7 | 20.3 | 83.2 | 71.4 | 74.3 |
| 매출총이익 | 111.3 | 129.2 | 119.4 | 127.0 | 130.0 | 134.1 | 134.7 | 143.1 | 487.0 | 541.9 | 589.5 |
| YoY | 15.2 | 38.3 | 23.3 | 23.1 | 16.8 | 3.8 | 12.8 | 12.7 | 9.2 | 8.8 | 10.6 |
| GPM | 46.1 | 47.3 | 45.1 | 46.1 | 47.8 | 47.4 | 47.7 | 47.8 | 46.2 | 47.7 | 47.2 |
| 영업이익 | 20.2 | 26.7 | 23.9 | 24.7 | 26.8 | 28.9 | 30.6 | 33.3 | 95.5 | 119.5 | 140.7 |
| YoY | 1,514.0 | (661.9) | 240.5 | 171.5 | 32.6 | 8.3 | 27.8 | 34.7 | 656.4 | 25.2 | 17.7 |
| OPM | 8.4 | 9.8 | 9.0 | 9.0 | 9.8 | 10.2 | 10.8 | 11.1 | 9.1 | 10.5 | 11.3 |
| 순이익 | (23.3) | 14.5 | 14.5 | 30.2 | 17.5 | 17.6 | 20.1 | 20.8 | 35.8 | 76.0 | 91.0 |
| YoY | 1,920.5 | (214.8) | 303.3 | 126.7 | 흑전 | 21.5 | 39.1 | (31.1) | 1,040.4 | 112.4 | 19.6 |
| NPM | (9.7) | 5.3 | 5.5 | 11.0 | 6.4 | 6.2 | 7.1 | 6.9 | 3.4 | 6.7 | 7.3 |

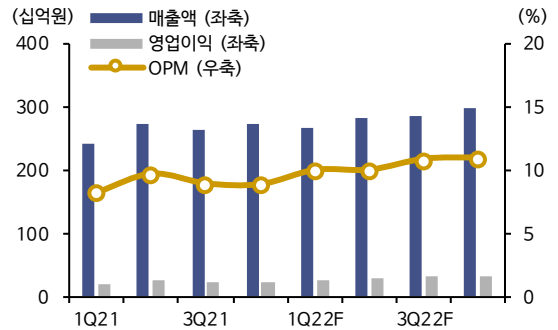
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 별도 기준

연간 실적 추이 및 전망



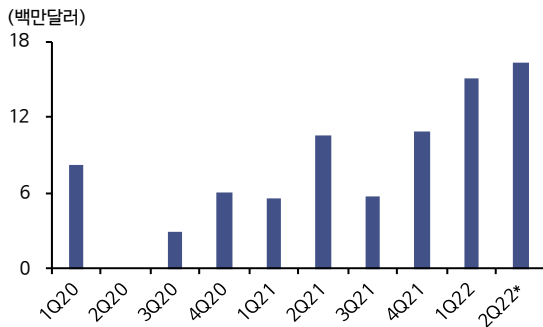
자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 별도 기준

분기 실적 추이 및 전망



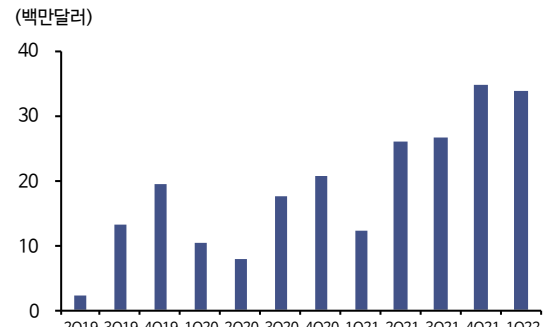
자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 별도 기준

나보타 북미향 수출 통관 데이터 추이



자료: TRASS, 신한금융투자 / 주: 2Q22는 잠정치 기준 분기 환산

에볼루스 분기별 실적 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 자산총계 | 1,186.7 | 1,259.7 | 1,337.2 | 1,446.3 | 1,568.6 |
| 유동자산 | 374.9 | 371.2 | 446.6 | 554.5 | 679.3 |
| 현금및현금성자산 | 52.1 | 33.1 | 95.0 | 160.7 | 254.0 |
| 매출채권 | 107.2 | 113.8 | 118.3 | 132.5 | 143.1 |
| 재고자산 | 141.5 | 142.9 | 148.6 | 166.4 | 179.7 |
| 비유동자산 | 811.9 | 888.5 | 890.6 | 891.8 | 889.3 |
| 유형자산 | 304.5 | 301.1 | 295.5 | 289.6 | 284.5 |
| 무형자산 | 102.9 | 147.2 | 152.6 | 153.0 | 144.3 |
| 투자자산 | 280.9 | 298.0 | 300.2 | 306.9 | 318.2 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 610.7 | 645.4 | 653.5 | 678.3 | 698.3 |
| 유동부채 | 291.3 | 436.9 | 443.3 | 465.7 | 483.1 |
| 단기차입금 | 52.0 | 52.4 | 52.4 | 52.4 | 52.4 |
| 매입채무 | 63.1 | 67.7 | 70.4 | 78.8 | 85.1 |
| 유동성장기부채 | 90.5 | 200.3 | 200.3 | 200.3 | 200.3 |
| 비유동부채 | 319.4 | 208.5 | 210.2 | 212.6 | 215.2 |
| 사채 | 199.6 | 89.7 | 89.7 | 89.7 | 89.7 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 96.2 | 96.1 | 96.1 | 96.1 | 96.1 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 576.0 | 614.3 | 683.7 | 768.0 | 870.3 |
| 자본금 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 |
| 자본잉여금 | 111.2 | 133.2 | 133.2 | 133.2 | 133.2 |
| 기타자본 | (28.3) | (17.1) | (17.1) | (17.1) | (17.1) |
| 기타포괄이익누계액 | (7.5) | (31.9) | (31.9) | (31.9) | (31.9) |
| 이익잉여금 | 471.7 | 501.1 | 570.4 | 654.8 | 757.0 |
| 지배주주지분 | 576.0 | 614.3 | 683.7 | 768.0 | 870.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *총차입금 | 438.4 | 438.5 | 438.5 | 438.5 | 438.5 |
| *순차입금(순현금) | 362.2 | 369.8 | 306.4 | 236.3 | 139.7 |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 98.4 | 48.0 | 105.5 | 110.8 | 132.0 |
| 당기순이익 | 3.1 | 35.8 | 76.0 | 91.0 | 108.9 |
| 유형자산상각비 | 25.8 | 25.2 | 26.6 | 25.8 | 25.2 |
| 무형자산상각비 | 7.2 | 7.7 | 14.5 | 14.6 | 13.7 |
| 외화환산손실(이익) | 7.7 | (2.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | (7.5) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 5.1 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 운전자본변동 | 37.1 | (18.8) | (4.0) | (13.0) | (8.2) |
| 법인세납부 | (0.7) | (3.2) | (23.4) | (27.9) | (33.5) |
| 기타 | 20.6 | 3.2 | 15.0 | 19.5 | 25.1 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (136.4) | (100.2) | (36.2) | (37.6) | (31.2) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (21.1) | (20.2) | (21.0) | (20.0) | (20.0) |
| 유형자산의감소 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의증가(증가) | (25.9) | (41.2) | (20.0) | (15.0) | (5.0) |
| 투자자산의감소(증가) | (96.8) | (28.4) | (2.2) | (6.7) | (11.4) |
| 기타 | 7.4 | (10.5) | 7.0 | 4.1 | 5.2 |
| FCF | 70.5 | 156.9 | 104.0 | 110.2 | 131.5 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 70.4 | 32.9 | (6.6) | (6.6) | (6.6) |
| 차입금의 증가(감소) | 47.7 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식의처분(취득) | 29.9 | 39.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | (6.2) | (6.5) | (6.6) | (6.6) | (6.6) |
| 기타 | (1.0) | (0.8) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | (0.8) | (0.8) | (0.8) |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | 0.1 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 32.4 | (19.0) | 61.9 | 65.7 | 93.3 |
| 기초현금 | 19.7 | 52.1 | 33.1 | 95.0 | 160.7 |
| 기말현금 | 52.1 | 33.1 | 95.0 | 160.7 | 254.0 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 944.8 | 1,055.2 | 1,136.6 | 1,249.7 | 1,368.4 |
| 증감률 (%) | (6.0) | 11.7 | 7.7 | 9.9 | 9.5 |
| 매출원가 | 554.7 | 568.2 | 594.7 | 660.2 | 716.6 |
| 매출총이익 | 390.0 | 487.0 | 541.9 | 589.5 | 651.8 |
| 매출총이익률 (%) | 41.3 | 46.2 | 47.7 | 47.2 | 47.6 |
| 판매관리비 | 377.4 | 391.5 | 422.4 | 448.8 | 487.1 |
| 영업이익 | 12.6 | 95.5 | 119.5 | 140.7 | 164.7 |
| 증감률 (%) | (59.8) | 656.4 | 25.2 | 17.7 | 17.0 |
| 영업이익률 (%) | 1.3 | 9.1 | 10.5 | 11.3 | 12.0 |
| 영업외손익 | (20.4) | (70.0) | (20.1) | (21.8) | (22.3) |
| 금융손익 | (12.6) | 3.8 | (5.4) | (4.7) | (2.1) |
| 기타영업외손익 | (7.8) | (73.7) | (14.7) | (17.1) | (20.2) |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | (7.8) | 25.5 | 99.4 | 118.9 | 142.4 |
| 법인세비용 | (10.9) | (10.3) | 23.4 | 27.9 | 33.5 |
| 계속사업이익 | 3.1 | 35.8 | 76.0 | 91.0 | 108.9 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 3.1 | 35.8 | 76.0 | 91.0 | 108.9 |
| 증감률 (%) | (84.5) | 1,040.4 | 112.4 | 19.6 | 19.8 |
| 순이익률 (%) | 0.3 | 3.4 | 6.7 | 7.3 | 8.0 |
| (지배주주)당기순이익 | 3.1 | 35.8 | 76.0 | 91.0 | 108.9 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | 2.4 | 11.4 | 76.0 | 91.0 | 108.9 |
| (지배주주)총포괄이익 | 2.4 | 11.4 | 76.0 | 91.0 | 108.9 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | 45.6 | 128.4 | 160.7 | 181.2 | 203.6 |
| 증감률 (%) | (27.8) | 181.5 | 25.1 | 12.8 | 12.4 |
| EBITDA 이익률 (%) | 4.8 | 12.2 | 14.1 | 14.5 | 14.9 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 271 | 3,089 | 6,562 | 7,850 | 9,401 |
| EPS (지배순이익, 원) | 271 | 3,089 | 6,562 | 7,850 | 9,401 |
| BPS (자본총계, 원) | 49,716 | 53,015 | 59,004 | 66,281 | 75,109 |
| BPS (지배지분, 원) | 49,716 | 53,015 | 59,004 | 66,281 | 75,109 |
| DPS (원) | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| PER (당기순이익, 배) | 609.1 | 47.9 | 24.9 | 20.8 | 17.4 |
| PER (지배순이익, 배) | 609.1 | 47.9 | 24.9 | 20.8 | 17.4 |
| PBR (자본총계, 배) | 3.3 | 2.8 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |
| PBR (지배지분, 배) | 3.3 | 2.8 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |
| EV/EBITDA (배) | 49.8 | 16.2 | 13.7 | 11.8 | 10.0 |
| 배당성향 (%) | 205.7 | 18.6 | 8.7 | 7.3 | 6.1 |
| 배당수익률 (%) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 4.8 | 12.2 | 14.1 | 14.5 | 14.9 |
| 영업이익률 (%) | 1.3 | 9.1 | 10.5 | 11.3 | 12.0 |
| 순이익률 (%) | 0.3 | 3.4 | 6.7 | 7.3 | 8.0 |
| ROA (%) | 0.3 | 2.9 | 5.9 | 6.5 | 7.2 |
| ROE (지배순이익, %) | 0.6 | 6.0 | 11.7 | 12.5 | 13.3 |
| ROIC (%) | (2.5) | 20.3 | 15.4 | 17.8 | 20.7 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 106.0 | 105.1 | 95.6 | 88.3 | 80.2 |
| 순차입금비율 (%) | 62.9 | 60.2 | 44.8 | 30.8 | 16.1 |
| 현금비율 (%) | 17.9 | 7.6 | 21.4 | 34.5 | 52.6 |
| 이자보상배율 (배) | 1.3 | 9.9 | 12.3 | 14.5 | 17.0 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 5.1 | 7.2 | 7.8 | 7.9 | 7.9 |
| 재고자산회수기간 (일) | 55.5 | 49.2 | 46.8 | 46.0 | 46.2 |
| 매출채권회수기간 (일) | 52.3 | 38.2 | 37.3 | 36.6 | 36.8 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



에스티팜

| Bloomberg Code (237690 KS) | Reuters Code (237690.KQ)

[제약/바이오]

장세훈 책임연구원
☎ 02-3772-1546
✉ sehunjang@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

하반기 한 단계 레벨업



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
100,000 원



목표주가
140,000 원 (유지)



상승여력
40.0%

- ◆ 하반기 증설분 가동으로 올리고 CDMO 탑라인 성장 기대
- ◆ 2022년은 실적보다 사업 확장 모멘텀을 바라볼 때
- ◆ 목표주가 유지. 중장기적 성장 잠재력이 충분한 기업

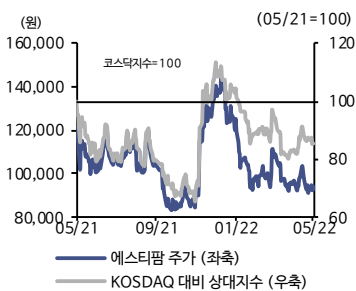


신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

| | |
|------|----------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 140,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 40.0% |

| | |
|------------------------|--------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 1,771.8십억원 |
| 액면가 | 500 원 |
| 발행주식수 | 18.8백만주 |
| 유동주식수 | 9.8백만주(52.1%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 144,500 원/83,400 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 87,174주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 8,664백만원 |
| 외국인 지분율 | 0.00% |
| 주요주주 | |
| 동아쏘시오홀딩스 외 5 인 | 46.49% |
| 국민연금공단 | 6.06% |
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | -4.0% |
| 6 개월 | 3.6% |
| 12 개월 | -18.7% |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | -3.8% |
| 6 개월 | 22.7% |
| 12 개월 | -10.2% |

주가차트



하반기 증설분 가동으로 올리고 CDMO 탑라인 성장 기대

하반기는 올리고 생산 설비 증설 계획이 완료됨에 따라 올리고 CDMO 실적 상승이 기대된다. 4월에 이미 자체 증설분 라인 1개가 가동을 시작했으며, 나머지 1개는 6월 중 가동이 예상된다. 하반기 글로벌 제약사 합작 증설이 완료되면 총 4개의 생산 라인 확보가 가능할 전망이다. 이에 따라 생산 스케줄의 효율성을 극대화할 수 있어 추가적인 수주 확보도 기대된다. 최근 추가된 수주들의 계약 시작일도 하반기에 몰려 있는 만큼 3, 4분기 긍정적인 올리고 실적이 예상된다.

2022년은 실적보다 사업 확장 모멘텀을 바라볼 때

올해는 올리고 설비 증설분이 하나씩 가동되면서 전체적인 기업의 체력이 성장하는 해로 평가된다. 하반기 올리고 실적 성장이 예상되지만 mRNA 사업을 위한 연구개발비와 증설분 가동에 따른 감가상각비 및 인건비 증가로 수익성 개선의 폭은 제한적일 전망이다. 따라서 당장의 드라마틱한 실적 성장보다는 주력 사업인 올리고와 mRNA CDMO 사업의 확장 모멘텀을 주목할 필요가 있다.

올리고 CDMO는 2022년 글로벌 제약사와의 신규 프로젝트 6건(척수성근위축증, NASH, HBV, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종)를 확보했다. 이 중에는 상업화 품목도 있는 것으로 추정되며, 황반변성과 HBV 2건 정도가 합작 증설한 글로벌 제약사의 프로젝트로 추정된다.

mRNA 백신의 LNP용 인지질 2종 수주는 임상 2상 단계의 신약이기 때문에 상업화를 염두한 수주로 판단된다는 점과 이전에 사업보고서에서 확인한 수주의 확장판이라는 점에서 긍정적이다. 5월 개최된 TIDES USA 2022 학회 이후 파트너십 확장을 주목할 필요가 있다.

목표주가 유지. 중장기적 성장 잠재력이 충분한 기업

목표주가와 투자의견을 유지한다. 에스티팜이 집중하는 RNA 산업의 성장성은 명확하며, CDMO 기업의 핵심이라고 할 수 있는 트랙레코드와 강력한 GMP 인증도 이미 확보된 상황이다. 공격적인 증설 계획을 통해 성장 기반을 마련한 상황이기 때문에 시장이 열리는 데까지 시간이 필요하겠지만 중장기적인 성장 잠재력은 충분하다 평가한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비용 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 124.1 | (18.8) | (16.8) | (12.1) | (651) | 적지 | 15,830 | (159.4) | (405.2) | 6.6 | (4.1) | (4.6) |
| 2021 | 165.6 | 5.6 | 1.3 | 3.3 | 177 | 흑전 | 17,171 | 784.2 | 130.8 | 8.1 | 1.1 | 4.4 |
| 2022F | 218.3 | 17.8 | 18.2 | 14.3 | 761 | 328.7 | 17,932 | 123.8 | 53.6 | 5.3 | 4.3 | 4.3 |
| 2023F | 288.1 | 40.9 | 40.9 | 30.7 | 1,631 | 114.3 | 19,563 | 57.8 | 29.7 | 4.8 | 8.7 | (1.3) |
| 2024F | 334.4 | 53.7 | 53.2 | 39.9 | 2,121 | 30.1 | 21,684 | 44.4 | 23.9 | 4.3 | 10.3 | (4.5) |

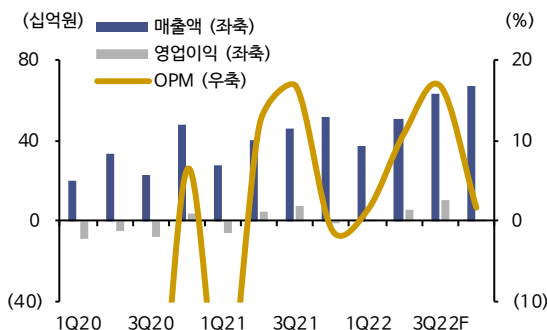
자료: 회사 자료, 신한금융투자

에스티팜 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 21 | 22F | 23F |
|------------------|---------|-------|---------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 매출액 | 27.3 | 40.4 | 46.3 | 51.7 | 37.0 | 51.1 | 63.3 | 67.0 | 165.6 | 218.3 | 288.1 |
| YoY | 35.2 | 19.5 | 106.8 | 8.3 | 35.7 | 26.5 | 36.6 | 29.5 | 33.5 | 31.8 | 32.0 |
| 저분자 신약 API | 2.9 | 4.6 | 0.6 | 9.8 | 1.9 | 4.8 | 0.8 | 11.0 | 17.9 | 18.5 | 19.3 |
| 올리고 신약 API | 8.5 | 20.7 | 30.8 | 26.5 | 16.8 | 28.0 | 46.2 | 37.1 | 86.5 | 128.0 | 192.7 |
| 제네릭 | 9.0 | 8.0 | 6.9 | 9.5 | 6.0 | 8.2 | 7.1 | 10.6 | 33.4 | 31.8 | 32.2 |
| 정밀화학 | 0.2 | 0.6 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.0 | 0.3 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 기타 (CRO 포함) | 6.7 | 6.4 | 8.0 | 5.9 | 12.2 | 9.6 | 9.1 | 7.9 | 27.0 | 38.8 | 42.7 |
| 매출총이익 | 4.3 | 17.0 | 21.7 | 14.7 | 16.5 | 22.8 | 28.4 | 22.5 | 57.7 | 90.3 | 122.0 |
| YoY | 3,262.7 | 229.8 | 2,128.1 | 6.9 | 282.5 | 34.1 | 31.0 | 53.5 | 188.9 | 56.4 | 35.1 |
| GPM | 15.9 | 42.2 | 46.9 | 28.4 | 44.7 | 44.7 | 45.0 | 33.6 | 34.9 | 41.4 | 42.3 |
| 영업이익 | (6.5) | 4.9 | 7.8 | (0.6) | 0.5 | 5.6 | 10.6 | 1.1 | 5.6 | 17.8 | 40.9 |
| YoY | 적지 | 흑전 | 흑전 | (118.2) | 흑전 | 0.1 | 0.4 | 흑전 | 흑전 | 219.6 | 129.6 |
| OPM | (23.9) | 12.1 | 16.8 | (1.1) | 1.4 | 10.9 | 16.8 | 1.7 | 3.4 | 8.2 | 14.2 |
| 세전이익 | (6.6) | 5.1 | 9.5 | (6.7) | (0.2) | 6.2 | 11.1 | 1.2 | 1.3 | 18.2 | 40.9 |
| YoY | (13.4) | 23.6 | 흑전 | 적지 | 흑전 | 20.8 | 0.2 | 흑전 | 흑전 | 1,345.0 | 124.5 |
| (지배주주)순이익 | (5.0) | 5.4 | 7.5 | (4.5) | 1.9 | 4.8 | 7.5 | 0.1 | 3.3 | 14.3 | 30.7 |
| YoY | 적지 | 82.6 | 흑전 | 적지 | 흑전 | (11.1) | (0.0) | 흑전 | 흑전 | 331.3 | 114.7 |
| NPM | (18.4) | 13.3 | 16.2 | (8.7) | 5.2 | 9.3 | 11.9 | 0.2 | 2.0 | 6.5 | 10.6 |

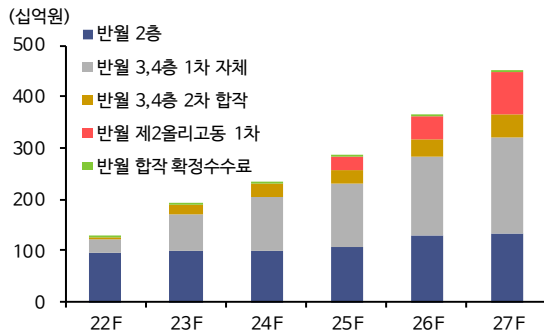
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

에스티팜 공장별 매출 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2022년 이후 에스티팜 주요 신규 프로젝트 정리

| 내용 | 금액 | 계약 시작일 | 계약 종료일 |
|---|----------------------|----------|----------|
| 글로벌제약사 신규 프로젝트 (적수성근위축증, NASH, 만성B형간염, 혈전증, 황반변성, 유전성혈관부종) | - | - | - |
| 만성질환용 상업화 물량(INC) | 약 807억원 | 22.03.17 | 23.01.03 |
| 만성질환용 올리고 핵산치료제(HBV) | 약 225억원 (100억 증가) | 22.06.01 | 23.07.28 |
| mRNA 백신에 사용되는 LNP용 인지질 (이온화지질 및 PEG지질) | 약 177억원 | 22.05.03 | 23.06.30 |
| 만성 B형간염 글로벌 임상 2상용 | 약 53억원 | - | 23.09.29 |
| 황반변성 신규 프로젝트 | 약 80억원 | - | - |

자료: DART, 회사 자료, 신한금융투자 정리 및 추정

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 자산총계 | 445.6 | 498.6 | 528.5 | 571.1 | 618.5 |
| 유동자산 | 235.6 | 244.1 | 269.2 | 307.1 | 332.7 |
| 현금및현금성자산 | 38.6 | 39.2 | 32.0 | 40.7 | 44.8 |
| 매출채권 | 45.4 | 62.9 | 73.0 | 81.8 | 88.3 |
| 재고자산 | 45.4 | 80.8 | 93.7 | 105.0 | 113.4 |
| 비유동자산 | 210.0 | 254.4 | 259.2 | 264.0 | 285.8 |
| 유형자산 | 174.3 | 209.1 | 212.8 | 216.4 | 237.3 |
| 무형자산 | 10.0 | 12.6 | 13.1 | 13.4 | 13.8 |
| 투자자산 | 9.6 | 15.2 | 15.8 | 16.6 | 17.2 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 148.8 | 172.5 | 187.9 | 199.2 | 205.9 |
| 유동부채 | 18.6 | 75.4 | 89.0 | 98.1 | 103.4 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매입채무 | 4.7 | 12.9 | 17.0 | 22.4 | 26.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 15.0 | 15.0 | 10.0 | 5.0 |
| 비유동부채 | 130.2 | 97.2 | 98.8 | 101.0 | 102.5 |
| 사채 | 102.1 | 83.0 | 83.0 | 83.0 | 83.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 23.9 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 296.8 | 326.0 | 340.6 | 371.9 | 412.6 |
| 자본금 | 9.3 | 9.4 | 9.4 | 9.4 | 9.4 |
| 자본잉여금 | 174.9 | 195.7 | 195.7 | 195.7 | 195.7 |
| 기타자본 | 0.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 기타포괄이익누계액 | (0.6) | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 이익잉여금 | 111.6 | 115.6 | 129.9 | 160.6 | 200.5 |
| 지배주주지분 | 295.4 | 322.9 | 337.3 | 368.0 | 407.9 |
| 비지배주주지분 | 1.4 | 3.1 | 3.3 | 3.9 | 4.7 |
| *총차입금 | 126.9 | 107.5 | 107.7 | 103.0 | 98.1 |
| *순차입금(순현금) | (13.7) | 14.3 | 14.7 | (4.9) | (18.4) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | (20.9) | 7.3 | 36.9 | 50.3 | 62.1 |
| 당기순이익 | (13.2) | 3.4 | 14.6 | 31.3 | 40.7 |
| 유형자산상각비 | 14.0 | 14.2 | 15.0 | 18.0 | 19.1 |
| 무형자산상각비 | 0.1 | 0.2 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 외화환산손실(이익) | 0.2 | (1.8) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 0.0 | 2.5 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | (20.8) | (21.4) | (0.7) | (7.0) | (5.4) |
| (법인세납부) | (0.0) | 0.0 | (3.6) | (9.6) | (12.5) |
| 기타 | (1.2) | 10.2 | 7.3 | 13.3 | 15.8 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (69.1) | (8.0) | (26.5) | (28.5) | (45.1) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (17.0) | (51.8) | (18.8) | (21.5) | (40.0) |
| 유형자산의감소 | 0.1 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (0.5) | (0.1) | (1.0) | (1.0) | (1.0) |
| 투자자산의감소(증가) | (5.5) | (10.5) | (0.6) | (0.8) | (0.5) |
| 기타 | (46.2) | 53.8 | (6.1) | (5.2) | (3.6) |
| FCF | (31.4) | (36.3) | (0.7) | 19.2 | 13.9 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 115.9 | (0.1) | (14.0) | (9.4) | (9.3) |
| 차입금의 증가(감소) | 118.4 | 0.0 | 0.2 | (4.8) | (4.8) |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | 0.0 | (9.4) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (2.5) | (0.1) | (4.8) | (4.6) | (4.5) |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | (3.7) | (3.7) | (3.7) |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.1) | 1.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 25.8 | 0.6 | (7.2) | 8.7 | 4.1 |
| 기초현금 | 12.8 | 38.6 | 39.2 | 32.0 | 40.7 |
| 기말현금 | 38.6 | 39.2 | 32.0 | 40.7 | 44.8 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 124.1 | 165.6 | 218.3 | 288.1 | 334.4 |
| 증감률 (%) | 33.1 | 33.5 | 31.8 | 32.0 | 16.1 |
| 매출원가 | 104.1 | 107.9 | 128.0 | 166.1 | 189.7 |
| 매출총이익 | 20.0 | 57.7 | 90.3 | 122.0 | 144.7 |
| 매출총이익률 (%) | 16.1 | 34.9 | 41.4 | 42.3 | 43.3 |
| 판매관리비 | 38.8 | 52.2 | 72.5 | 81.1 | 91.0 |
| 영업이익 | (18.8) | 5.6 | 17.8 | 40.9 | 53.7 |
| 증감률 (%) | 적지 | 흑전 | 219.6 | 129.6 | 31.1 |
| 영업이익률 (%) | (15.2) | 3.4 | 8.2 | 14.2 | 16.1 |
| 영업외손익 | 2.0 | (4.3) | 0.4 | (0.0) | (0.5) |
| 금융손익 | 1.6 | (0.7) | 1.4 | 1.0 | 0.8 |
| 기타영업외손익 | 0.4 | (3.6) | (1.0) | (1.1) | (1.3) |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | (16.8) | 1.3 | 18.2 | 40.9 | 53.2 |
| 법인세비용 | (3.7) | (2.1) | 3.6 | 9.6 | 12.5 |
| 계속사업이익 | (13.2) | 3.4 | 14.6 | 31.3 | 40.7 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (13.2) | 3.4 | 14.6 | 31.3 | 40.7 |
| 증감률 (%) | 적지 | 흑전 | 332.1 | 114.3 | 30.1 |
| 순이익률 (%) | (10.6) | 2.0 | 6.7 | 10.9 | 12.2 |
| (지배주주)당기순이익 | (12.1) | 3.3 | 14.3 | 30.7 | 39.9 |
| (비지배주주)당기순이익 | (1.0) | 0.1 | 0.3 | 0.6 | 0.8 |
| 총포괄이익 | (12.7) | 5.1 | 14.6 | 31.3 | 40.7 |
| (지배주주)총포괄이익 | (11.7) | 4.8 | 13.6 | 29.2 | 38.0 |
| (비지배주주)총포괄이익 | (1.0) | 0.3 | 1.0 | 2.1 | 2.7 |
| EBITDA | (4.7) | 20.0 | 33.4 | 59.5 | 73.4 |
| 증감률 (%) | 적지 | 흑전 | 67.0 | 78.3 | 23.3 |
| EBITDA 이익률 (%) | (3.8) | 12.1 | 15.3 | 20.7 | 22.0 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | (705) | 181 | 776 | 1,663 | 2,163 |
| EPS (지배순이익, 원) | (651) | 177 | 761 | 1,631 | 2,121 |
| BPS (자본총계, 원) | 15,907 | 17,334 | 18,110 | 19,773 | 21,936 |
| BPS (지배지분, 원) | 15,830 | 17,171 | 17,932 | 19,563 | 21,684 |
| DPS (원) | 0 | 500 | 0 | 0 | 0 |
| PER (당기순이익, 배) | (147.2) | 769.1 | 121.4 | 56.7 | 43.5 |
| PER (지배순이익, 배) | (159.4) | 784.2 | 123.8 | 57.8 | 44.4 |
| PBR (자본총계, 배) | 6.5 | 8.0 | 5.2 | 4.8 | 4.3 |
| PBR (지배지분, 배) | 6.6 | 8.1 | 5.3 | 4.8 | 4.3 |
| EV/EBITDA (배) | (405.2) | 130.8 | 53.6 | 29.7 | 23.9 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 283.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | (3.8) | 12.1 | 15.3 | 20.7 | 22.0 |
| 영업이익률 (%) | (15.2) | 3.4 | 8.2 | 14.2 | 16.1 |
| 순이익률 (%) | (10.6) | 2.0 | 6.7 | 10.9 | 12.2 |
| ROA (%) | (3.3) | 0.7 | 2.8 | 5.7 | 6.8 |
| ROE (지배순이익, %) | (4.1) | 1.1 | 4.3 | 8.7 | 10.3 |
| ROIC (%) | (6.6) | 4.8 | 4.4 | 9.3 | 11.5 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 50.1 | 52.9 | 55.1 | 53.6 | 49.9 |
| 순차입금비율 (%) | (4.6) | 4.4 | 4.3 | (1.3) | (4.5) |
| 현금비율 (%) | 207.5 | 52.0 | 35.9 | 41.5 | 43.3 |
| 이자보상배율 (배) | (29.2) | 1.1 | 3.8 | 8.8 | 12.1 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.7 | 2.9 |
| 재고자산회수기간 (일) | 126.9 | 139.1 | 145.9 | 125.9 | 119.2 |
| 매출채권회수기간 (일) | 118.9 | 119.4 | 113.7 | 98.1 | 92.8 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



동국제약

| Bloomberg Code (086450 KS) | Reuters Code (086450.KQ)

[제약/바이오]

정재원 책임연구원
☎ 02-3772-1542
✉ jaewonjeong@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

하반기부터 가시화될 성과에 주목



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
21,650 원



목표주가
26,000 원 (유지)



상승여력
20.1%

- ◆ OTC의 맏집을 확인한 1분기, 성장세에 진입할 2분기
- ◆ 헬스케어 사업부가 가장 돋보일 한 해
- ◆ 매출 추정치 상승분 기반영 영향으로 목표주가는 유지

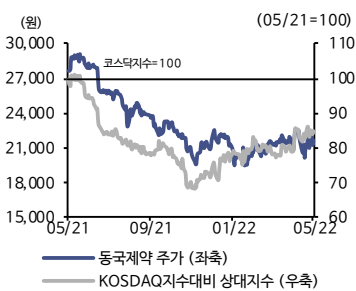


신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

| | |
|------|---------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 26,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 22.4% |

| | |
|--------------------------|-------------------|
| KOSPI | 2,617.22p |
| KOSDAQ | 872.69p |
| 시가총액 | 962.6 십억원 |
| 액면가 | 500 원 |
| 발행주식수 | 44.5 백만주 |
| 유동주식수 | 22.9 백만주 (51.5%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 29,100 원/19,500 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 87,264 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 1,870 백만원 |
| 외국인 지분율 | 18.18% |
| 주요주주 | |
| 권기범 외 7 인 | 47.29% |
| FIDELITYMANAGEMENT 외 6 인 | 9.99% |
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | 2.9% |
| 6 개월 | 6.7% |
| 12 개월 | -21.7% |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | 2.9% |
| 6 개월 | 24.1% |
| 12 개월 | -13.7% |

주가차트



OTC의 멧집을 확인한 1분기, 성장세에 진입할 2분기

대부분의 OTC 사업부를 보유한 제약사들은 코로나가 급증했던 21년 매출이 감소했다. 허나 동국제약이 보유한 OTC 주요 제품은 인사들, 마데카솔 등 만성질환 대상에서 독보적인 브랜드 파워를 구축했기에 매출 감소 영향이 타 제약사 대비 상대적으로 적었다. 작년 3분기에 저점을 다진 이후 추세가 전환되었고 코로나 이전 수준까지 회복했다.

2분기부터는 거리두기 완화가 해제되고, 약국 방문이 정상화될 것으로 판단되어 중소형 제약사 중에서는 리오프닝의 수혜를 누릴 수 있는 잠재력이 가장 크다고 판단한다. OTC 사업부의 회복과 더불어 당사의 다른 사업부는 코로나가 만연하던 시기에도 성장했다는 점에 주목해 모든 사업부에서 고른 성장이 이뤄질 것을 전망한다.

헬스케어 사업부가 가장 돋보일 한 해

이미 동국제약의 더마 화장품인 '센텔리안24'는 시장에서 큰 인기를 끌고 있다. 마데카크림을 필두로 한 브랜드 성장 및 지속적인 제품군 확대를 통한 브랜드 이미지 제고 전략을 통해 빠른 속도로 성장했다. 1분기에는 '센텔리안24' 브랜드의 '마데카크림 7주년 스페셜 에디션'과 '멜라 캡처 앰플 프로', '멜라 캡처 스틱', '더마 쉴드 쿨링 선스틱' 등의 잇따른 신제품 출시가 매출 상승에 기여했다.

하반기에는 국내에서의 견조한 성장에 힘입어 해외에서의 유의미한 성과가 기대된다. 현재 동국제약은 미국 아마존, 중국 티몰/틱톡, 일본 쿠팡 등의 온라인 플랫폼 스토어 대상 활발한 마케팅 활동 중이다. 또한 중국 주요 오프라인 매장에도 입점을 한 상태다. 최근 코로나가 급속히 확산되는 중국 상황에서 민감성 피부전용 제품 수요가 증가할 가능성이 있으며 이에 따른 수혜를 얻을 수 있을 것으로 예상된다.

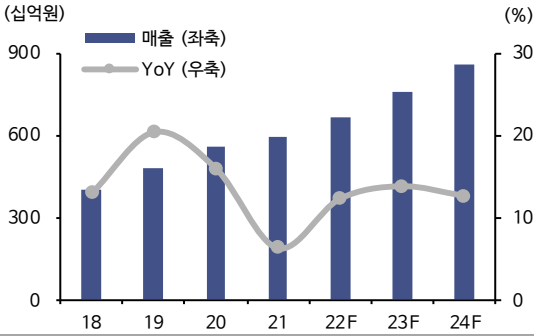
매출 추정치 상승분 기반영 영향으로 목표주가는 유지

지난 1분기 실적발표 후 매출 추정치를 상향하여 목표주가를 재설정 하였기에 목표주가는 유지한다. 자회사의 동국생명과학도 하반기 중에 공장 가동에 따른 추가 매출 발생 모멘텀이 있다. 국내 제약사 내에서 관심을 가지고 지켜볼 종목으로 추천한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 559.1 | 84.7 | 80.0 | 55.9 | 1,233 | (0.7) | 9,095 | 23.7 | 12.5 | 3.2 | 14.4 | (18.1) |
| 2021 | 594.2 | 63.2 | 69.8 | 50.3 | 1,110 | (10.0) | 10,050 | 19.6 | 11.8 | 2.2 | 11.6 | (8.9) |
| 2022F | 666.9 | 85.2 | 88.4 | 64.2 | 1,420 | 27.9 | 11,295 | 15.4 | 8.5 | 1.9 | 13.3 | (19.7) |
| 2023F | 758.8 | 108.5 | 110.2 | 80.9 | 1,789 | 26.0 | 12,909 | 12.2 | 6.7 | 1.7 | 14.8 | (29.1) |
| 2024F | 854.6 | 135.6 | 139.4 | 103.3 | 2,284 | 27.7 | 15,019 | 9.6 | 5.0 | 1.5 | 16.4 | (37.9) |

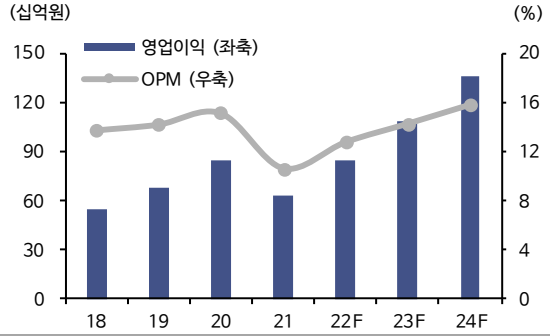
자료: 회사 자료, 신한금융투자

매출 추이 및 전망



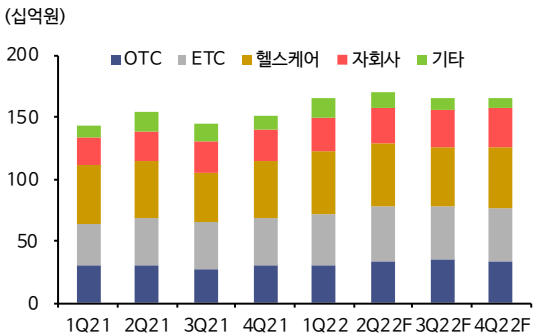
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

영업이익 추이 및 전망



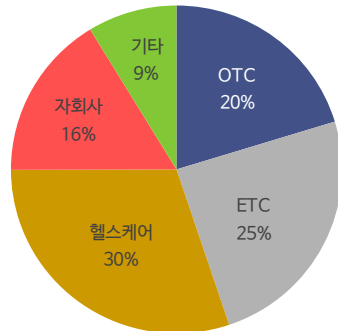
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

분기별 사업부 매출 추이 및 전망



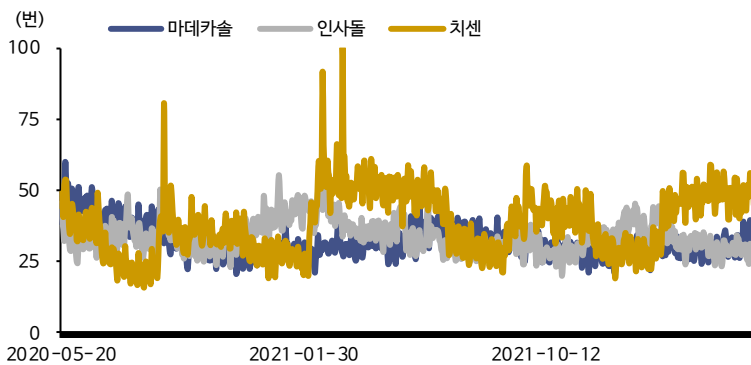
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2021년 사업부별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한금융투자

OTC 주요 제품 검색어 트렌드 추이



자료: Naver DataLab, 신한금융투자

| 동국제약 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | | |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 21 | 22F | 23F |
| 매출액 | 1439 | 1548 | 1450 | 150.5 | 165.7 | 170.2 | 166.2 | 164.8 | 594.2 | 666.9 | 758.8 |
| YoY | 10.2 | 11.5 | (1.8) | 5.9 | 15.1 | 10.0 | 14.6 | 9.5 | 6.3 | 12.2 | 13.8 |
| OTC | 30.9 | 31.1 | 28.0 | 30.6 | 30.9 | 33.7 | 35.5 | 34.2 | 120.5 | 134.3 | 151.4 |
| ETC | 33.8 | 37.3 | 36.8 | 38.0 | 41.4 | 44.2 | 43.3 | 42.7 | 145.9 | 171.6 | 199.6 |
| 헬스케어 | 46.2 | 46.3 | 41.1 | 45.4 | 50.9 | 51.2 | 46.5 | 48.2 | 179.0 | 196.8 | 219.2 |
| 화장품 | 31.5 | 30.3 | 26.9 | 32.6 | 38.6 | 32.0 | 29.1 | 34.4 | 121.5 | 134.1 | 151.6 |
| 동국생명과학 | 22.2 | 23.7 | 25.3 | 25.8 | 26.5 | 28.4 | 30.7 | 32.4 | 96.9 | 118.0 | 134.6 |
| 기타 및 연결조정 | 10.8 | 16.5 | 13.8 | 10.7 | 15.9 | 12.7 | 10.2 | 7.3 | 51.9 | 46.1 | 54.0 |
| 매출총이익 | 86.4 | 90.8 | 84.3 | 88.8 | 95.8 | 97.1 | 99.0 | 96.5 | 350.3 | 388.4 | 436.1 |
| YoY | 9.2 | 7.9 | (6.5) | 5.7 | 11.0 | 7.0 | 17.4 | 8.7 | 3.8 | 10.9 | 12.3 |
| GPM | 60.0 | 58.7 | 58.1 | 59.0 | 57.8 | 57.1 | 59.6 | 58.6 | 58.9 | 58.2 | 57.5 |
| 영업이익 | 19.6 | 15.8 | 11.5 | 16.3 | 23.4 | 16.6 | 23.4 | 21.8 | 63.2 | 85.2 | 108.5 |
| YoY | 1.4 | (13.5) | (54.3) | (25.6) | 19.6 | 5.1 | 102.9 | 33.8 | (25.4) | 34.8 | 27.3 |
| OPM | 13.6 | 10.2 | 8.0 | 10.8 | 14.2 | 9.8 | 14.1 | 13.2 | 10.6 | 12.8 | 14.3 |
| (지배)순이익 | 15.1 | 11.3 | 8.5 | 15.4 | 15.7 | 12.7 | 18.3 | 17.5 | 50.3 | 64.2 | 80.9 |
| YoY | (8.5) | (15.2) | (50.2) | 71.0 | 3.8 | 12.2 | 115.7 | 13.5 | (10.0) | 27.5 | 26.0 |
| NPM | 10.5 | 7.3 | 5.9 | 10.2 | 9.5 | 7.5 | 11.0 | 10.6 | 8.5 | 9.6 | 10.7 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

동국제약 목표주가 산출

| (십억원, 배, 천주, 원, %) | | 비고 |
|--------------------|---------|---------------------------|
| 1. 동국제약 기업가치(A*B) | 1,143.1 | 국내 주요 증권 제약사 2022F 평균 PER |
| A. 2022F 지배주주 순이익 | 64.2 | |
| B. Target PER | 17.8 | |
| 2. 유통 주식수 | 44,460 | |
| 3. 적정주가 산출 | 26,000 | |

자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

증권제약사 목록 : 동아에스티, 보령제약, 대원제약, 환인제약, 휴온스

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 자산총계 | 663.2 | 750.1 | 828.1 | 931.6 | 1,060.3 |
| 유동자산 | 398.8 | 420.2 | 515.9 | 632.1 | 770.1 |
| 현금및현금성자산 | 54.5 | 85.4 | 140.3 | 204.9 | 289.0 |
| 매출채권 | 122.7 | 123.9 | 139.1 | 158.3 | 178.3 |
| 재고자산 | 79.0 | 102.6 | 115.1 | 131.0 | 147.6 |
| 비유동자산 | 264.4 | 329.8 | 312.2 | 299.5 | 290.3 |
| 유형자산 | 195.0 | 234.9 | 215.5 | 200.5 | 188.8 |
| 무형자산 | 7.3 | 6.9 | 6.8 | 6.7 | 6.6 |
| 투자자산 | 53.4 | 77.4 | 79.3 | 81.7 | 84.2 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 227.4 | 268.4 | 287.2 | 313.6 | 341.1 |
| 유동부채 | 164.9 | 242.6 | 259.9 | 284.4 | 310.0 |
| 단기차입금 | 13.9 | 82.2 | 82.2 | 82.2 | 82.2 |
| 매입채무 | 26.5 | 29.2 | 32.7 | 37.3 | 42.0 |
| 유동성장기부채 | 2.6 | 2.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 62.5 | 25.8 | 27.3 | 29.2 | 31.2 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 52.1 | 13.7 | 13.7 | 13.7 | 13.7 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 435.8 | 481.6 | 540.9 | 618.0 | 719.2 |
| 자본금 | 22.6 | 22.6 | 22.6 | 22.6 | 22.6 |
| 자본잉여금 | 14.3 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 |
| 기타자본 | (3.1) | (3.1) | (3.1) | (3.1) | (3.1) |
| 기타포괄이익누계액 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 이익잉여금 | 376.7 | 419.8 | 476.1 | 549.1 | 644.5 |
| 지배주주지분 | 411.4 | 454.5 | 510.9 | 583.9 | 679.3 |
| 비지배주주지분 | 24.4 | 27.1 | 30.0 | 34.1 | 39.9 |
| *총차입금 | 98.9 | 128.2 | 129.9 | 134.6 | 139.5 |
| *순차입금(순현금) | (78.9) | (43.0) | (106.6) | (179.6) | (272.5) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 59.1 | 44.7 | 71.6 | 80.5 | 99.4 |
| 당기순이익 | 57.9 | 52.9 | 67.1 | 85.0 | 109.2 |
| 유형자산상각비 | 15.0 | 17.2 | 19.5 | 15.0 | 11.6 |
| 무형자산상각비 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 외환환산손실(이익) | 3.9 | (0.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 0.0 | (1.0) | (1.0) | (1.0) | (1.0) |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (0.5) | (1.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | (28.6) | (22.3) | (13.2) | (16.8) | (17.5) |
| (법인세납부) | (18.2) | (20.0) | (21.3) | (25.2) | (30.3) |
| 기타 | 29.5 | 19.2 | 20.4 | 23.4 | 27.3 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (96.9) | (43.5) | (8.1) | (10.3) | (9.7) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (39.6) | (51.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산의감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의증가(증가) | (1.7) | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | (8.9) | (33.7) | (1.9) | (2.4) | (2.5) |
| 기타 | (46.7) | 39.9 | (6.2) | (7.9) | (7.2) |
| FCF | 25.1 | (0.8) | 68.3 | 78.7 | 96.9 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 23.0 | 29.7 | (9.7) | (6.6) | (6.5) |
| 차입금의 증가(감소) | 6.1 | 42.3 | 1.7 | 4.7 | 4.9 |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | (7.2) | (8.0) | (8.0) | (7.9) | (7.9) |
| 기타 | 24.1 | (4.6) | (3.4) | (3.4) | (3.5) |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 연결법위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.8) | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | (15.7) | 30.9 | 54.9 | 64.6 | 84.1 |
| 기초현금 | 70.3 | 54.5 | 85.4 | 140.3 | 204.9 |
| 기말현금 | 54.5 | 85.4 | 140.3 | 204.9 | 289.0 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 559.1 | 594.2 | 666.9 | 758.8 | 854.6 |
| 증감률 (%) | 15.9 | 6.3 | 12.2 | 13.8 | 12.6 |
| 매출원가 | 221.7 | 243.9 | 278.5 | 322.6 | 356.4 |
| 매출총이익 | 337.4 | 350.3 | 388.4 | 436.1 | 498.2 |
| 매출총이익률 (%) | 60.3 | 58.9 | 58.2 | 57.5 | 58.3 |
| 판매관리비 | 252.7 | 287.0 | 303.2 | 327.6 | 362.6 |
| 영업이익 | 84.7 | 63.2 | 85.2 | 108.5 | 135.6 |
| 증감률 (%) | 23.5 | (25.4) | 34.8 | 27.3 | 25.0 |
| 영업이익률 (%) | 15.2 | 10.6 | 12.8 | 14.3 | 15.9 |
| 영업외손익 | (4.7) | 6.5 | 3.2 | 1.7 | 3.8 |
| 금융손익 | (0.9) | 6.7 | 2.5 | 2.8 | 4.0 |
| (4.3) | (1.2) | (0.3) | (1.9) | (1.2) | |
| 중속 및 관계기업관련손익 | 0.5 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.9 |
| 세전계속사업이익 | 80.0 | 69.8 | 88.4 | 110.2 | 139.4 |
| 법인세비용 | 22.2 | 16.8 | 21.3 | 25.2 | 30.3 |
| 계속사업이익 | 57.9 | 52.9 | 67.1 | 85.0 | 109.2 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 57.9 | 52.9 | 67.1 | 85.0 | 109.2 |
| 증감률 (%) | (2.0) | (8.6) | 26.9 | 26.6 | 28.4 |
| 순이익률 (%) | 10.4 | 8.9 | 10.1 | 11.2 | 12.8 |
| (지배주주)당기순이익 | 55.9 | 50.3 | 64.2 | 80.9 | 103.3 |
| (비지배주주)당기순이익 | 2.0 | 2.6 | 2.9 | 4.1 | 5.8 |
| 총포괄이익 | 57.5 | 53.9 | 67.1 | 85.0 | 109.2 |
| (지배주주)총포괄이익 | 55.6 | 51.2 | 63.8 | 80.9 | 103.8 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 1.9 | 2.6 | 3.3 | 4.2 | 5.4 |
| EBITDA | 99.8 | 80.6 | 104.8 | 123.7 | 147.4 |
| 증감률 (%) | 21.5 | (19.3) | 30.1 | 18.0 | 19.1 |
| EBITDA 이익률 (%) | 17.9 | 13.6 | 15.7 | 16.3 | 17.2 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 1,277 | 1,167 | 1,484 | 1,880 | 2,413 |
| EPS (지배순이익, 원) | 1,233 | 1,110 | 1,420 | 1,789 | 2,284 |
| BPS (자본총계, 원) | 9,635 | 10,649 | 11,958 | 13,663 | 15,901 |
| BPS (지배지분, 원) | 9,095 | 10,050 | 11,295 | 12,909 | 15,019 |
| DPS (원) | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| PER (당기순이익, 배) | 22.9 | 18.7 | 14.7 | 11.6 | 9.1 |
| PER (지배순이익, 배) | 23.7 | 19.6 | 15.4 | 12.2 | 9.6 |
| PBR (자본총계, 배) | 3.0 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| PBR (지배지분, 배) | 3.2 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA (배) | 12.5 | 11.8 | 8.5 | 6.7 | 5.0 |
| 배당성향 (%) | 14.4 | 16.0 | 12.3 | 9.8 | 7.7 |
| 배당수익률 (%) | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 17.9 | 13.6 | 15.7 | 16.3 | 17.2 |
| 영업이익률 (%) | 15.2 | 10.6 | 12.8 | 14.3 | 15.9 |
| 순이익률 (%) | 10.4 | 8.9 | 10.1 | 11.2 | 12.8 |
| ROA (%) | 9.6 | 7.5 | 8.5 | 9.7 | 11.0 |
| ROE (지배순이익, %) | 14.4 | 11.6 | 13.3 | 14.8 | 16.4 |
| ROIC (%) | 21.6 | 14.6 | 17.7 | 22.8 | 28.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 52.2 | 55.7 | 53.1 | 50.7 | 47.4 |
| 순차입금비율 (%) | (18.1) | (8.9) | (19.7) | (29.1) | (37.9) |
| 현금비율 (%) | 33.1 | 35.2 | 54.0 | 72.0 | 93.2 |
| 이자보상배율 (배) | 47.2 | 21.9 | 26.0 | 32.3 | 39.0 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 5.1 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| 재고자산회수기간 (일) | 45.7 | 55.8 | 59.6 | 59.2 | 59.5 |
| 매출채권회수기간 (일) | 74.3 | 75.7 | 72.0 | 71.5 | 71.9 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



레고켐바이오

| Bloomberg Code (141080 KS) | Reuters Code (141080.KQ)

[제약/바이오]

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

불확실할수록 확실한 곳을 선택해야



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
41,000 원



목표주가
67,000 원 (하향)



상승여력
63.4%

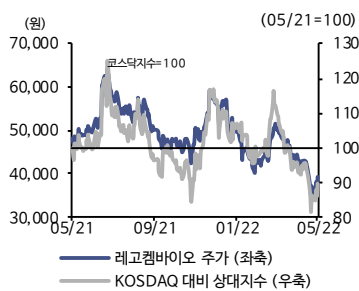
- ◆ 하반기 HER2 ADC 1a상 결과 공개. 기술이전 파이프라인은 순항중
- ◆ 2022년 ADC에서의 첫 임상 결과 확보 및 빅파마 기술이전이 핵심
- ◆ 목표주가는 6.7만원으로 하향하나 바이오텍 Top pick 유지



| | |
|------|---------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 67,000 원 (하향) |
| 상승여력 | 63.4% |

| | |
|------------------------|-------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 955.1 십억원 |
| 액면가 | 500 원 |
| 발행주식수 | 24.3 백만주 |
| 유동주식수 | 21.4 백만주 (87.9%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 64,000 원/34,750 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 179,622 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 7,897 백만원 |
| 외국인 지분율 | 8.79% |
| 주요주주 | |
| 김용주 외 8 인 | 12.08% |
| 조금수 외 1 인 | 5.55% |
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | -8.2% |
| 6 개월 | -19.2% |
| 12 개월 | -15.8% |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | -8.0% |
| 6 개월 | -4.3% |
| 12 개월 | -7.0% |

주가차트



하반기 HER2 ADC 1a상 결과 공개. 기술이전 파이프라인은 순항중

하반기 기술이전된 다수의 파이프라인들에서 주목할 만한 성과들이 기대된다. 1) 복성제약으로 기술이전된 HER2 ADC(FS-1502) 1a상 결과는 9월 개최되는 ESMO를 통해 공개될 것으로 예상된다. 앞서 상반기부터 위암, 대장암 등 고형암 대상 2상 및 유방암 대상 1b상을 개시, 순항 중인 만큼 9월 공개될 ESMO에서의 1a상 결과 역시 기대할 필요가 있다. 2) HER2 ADC(ICS014)에 대한 중국 외 글로벌 지역 판권을 기술이전한 의수다 역시 하반기 중 미국 IND 신청을 거쳐 2022년 말~2023년 초 1상 개시가 예상된다. 3) 의수다에 기술이전된 CD19 ADC(ICS03)는 3분기 중 미국 IND 신청이 예상된다. 조기 사이트 확보가 이뤄진 것으로 파악됨에 따라 연내 투약 개시도 가능할 전망이다. 4) 시스템에 기술이전된 ROR1 ADC(CS5001)는 미국과 호주에서 1상을 진행 중인 가운데 중국 등 임상 국가 확장도 기대된다. 5) 자체 개발이 예상되는 Trop2 ADC(LCB84)는 하반기부터 전임상을 개시, 2023년 임상 1상 진입이 예상된다.

2022년 ADC에서의 첫 임상 결과 확보 및 빅파마 기술이전이 핵심

앞서 언급한 바와 같이 중국에서 진행된 HER2 ADC(FS-1502)의 임상 1a상은 성공적으로 마쳤으며 9월 ESMO를 통해 공개될 예정이다. 이번 임상 결과는 레고켈바이오의 ADC 플랫폼이 적용된 파이프라인에서의 첫 임상 결과라는 점에서 의미가 크다. 물론 용량 증가(dose escalation) 임상으로 현재 결과 공개와 별개로 진행 중인 1b/2상 결과도 중요하나, 그동안 강조해온 레고켈바이오의 ConjuALL 플랫폼의 강점 및 글로벌 Peer들 대비 경쟁력을 입증하는 첫 데이터가 된다는 점에서 주목할 필요가 있다. 한편 글로벌 제약사들의 ADC 신약 개발에 대한 수요 증가와 함께 2022년에는 최소 2개 이상의 글로벌 대형 제약사향 ADC 물질 및 플랫폼 기술이전도 기대된다. 기술이전 성과를 통해 글로벌 제약사들로부터도 기술 경쟁력을 입증 받게된다는 점에서 체결 시 의미는 매우 크다고 판단한다.

목표주가는 6.7만원으로 하향하나 바이오텍 Top pick 유지

목표주가는 최근 글로벌 바이오텍들의 주가 하락을 감안해 보수적 가정 적용으로 6.7만원으로 하향한다. 비록 하반기 신약 개발사들에 대한 투자 의견을 '비중축소'로 유지하나, 레고켈바이오가 신약 개발사들 내에서도 그간 보여준 차별화된 성과들과 2022년 보여줄 추가적인 성과 감안 시 하반기 주가 반등의 근거는 충분하다. Top pick 관점을 유지한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 49.4 | (29.8) | (8.8) | (7.0) | (290) | 적전 | 4,651 | - | (59.3) | 15.1 | (6.0) | (65.3) |
| 2021 | 32.2 | (27.7) | (20.5) | (23.4) | (929) | 적지 | 9,497 | - | (48.0) | 5.9 | (12.6) | (65.1) |
| 2022F | 49.4 | (36.6) | (29.5) | (29.5) | (1,079) | 적지 | 8,395 | - | (41.4) | 4.7 | (12.1) | (64.2) |
| 2023F | 58.6 | (35.0) | (27.9) | (27.1) | (991) | 적지 | 7,404 | - | (47.7) | 5.3 | (12.5) | (65.5) |
| 2024F | 38.1 | (22.8) | (15.7) | (15.2) | (557) | 적지 | 6,847 | - | (65.1) | 5.7 | (7.8) | (75.6) |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

레고캠바이오 ADC 파이프라인 현황

| 구분 | 파이프라인명 항체-특신 | 적응증/타겟 | 임상 단계 | | | | 파트너사 | 사업화현황 | 비고 |
|-------------------|---------------------|---------------------------|---------------|-------------|---------------|-----------------|--------------------|------------------------------|-------------------------------|
| | | | Discovery | Preclinical | Phase1 | Phase2 | | | |
| 플랫폼 (Platform) | LCB69 | Solid, Heme | | | | | Takeda | L/O (Global) | 면역항암제 (3개 Target) |
| | LCB85 | Solid, Heme | | | | | Iksuda | L/O (Global) | 6개 Target |
| | CanAg-pPBD | Solid | | | | | | | |
| | LCB20A | Undisclosed | | | | | SOTIO | L/O (Global) | 5개 Target |
| | LCB19A | Undisclosed | | | | | Antengene | L/O (Global) | Undisclosed |
| | LCB91 | Solid, Heme | | | | | 비공개 | 비공개 | - |
| | LCB06A | Undisclosed | | | | | 비공개 | 비공개 | |
| | LCB18A | Undisclosed | | | | | 비공개 | 비공개 | - |
| 물질 (Product) | LCB14 HER2-MMAF | 유방암(BC) | | | 1b개시 | 23년 허가 신청 예정 | Fosun Pharma | L/O (China) | Herceptin Biosimilar |
| | | 비소세포폐암 (NSCLC) | | | | 2상개시 | | | |
| | | 위암(GC) | | | | 2상개시 | | | |
| | | 고형암 (Solid Cancer) | | | | 2상개시 | | | |
| | | 대장암 (CRC) | | | | 2상개시 | | | |
| | LCB14 HER2-MMAF | 유방암(BC) | | | 1H22IND 예정 | | Iksuda | L/O (Global, ex-China) | Herceptin Biosimilar |
| | LCB73 CD19-pPBD | ALL, NHL, CLL, D LBCL | | | 1H22IND 예정 | | Iksuda | L/O (Global) | Collaboration (Novimmune) |
| | LCB71 ROR1-pPBD | CLL, MCL, ALL, T NBC 등 | | | | IND 승인 | CStone | L/O (Global) | Collaboration (ablbio) |
| | LCB67 DLK1-MMAE | SCLC, HCC, NB, RD 등 | | | 1H22IND 예정 | | Pyxis | L/O (Global) | Collaboration (YBiologics) |
| | LCB84 Trop2-MMAE | Solid, Heme | 2H22IND 예정 | | | | medi terranea | LCB(ww) | - |
| | LCB07A | Solid, Heme | | | | | ablbio | LCB & abl | - |
| | LCB02A | Solid, Heme | | | | | Harbour Biomed | LCB(ww) | - |
| | LCB04A | Undisclosed | | | | | Undisclosed | LCB(ww) | - |
| | LCB12A | Undisclosed | | | | | Hanmi | LCB & Hanmi | - |
| LCB09A | Undisclosed | | | | | LCB | LCB & Collectar | Collectar | |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 파란색 글씨는 기술수출이 완료된 파이프라인임

레고켐바이오 기술이전 계약 현황 및 예상 마일스톤 수령 스케줄

| 구분 | 파트너사 | 파이프라인 | 총 마일스톤 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22F | 23F | 24F | |
|------|------------------------|-------------------------------|--|----|----|----|----|-----|----|----|-----|-----|-----|---|
| ADC | 포순제약(Fosun) | HER2 ADC | 208억원 (China only) | U | | | M | M | | M | | M | | |
| | 다케다(Takeda) | Linker for 3 targets | 4,548억원 | | | | | U/M | M | M | M | M | M | |
| | 익수다(Iksuda) | Linker & Toxin for 6 targets | 9,200억원 +Revenue share | | | | | | U | M | M | M | M | |
| | 익수다(Iksuda) | CD19 ADC | 2,784억원 +Revenue share | | | | | | U | M | M | M | M | |
| | 시스톤(CStone) | ROR1 ADC | 4,099억원 +Revenue share | | | | | | U | M | M | M | M | |
| | 픽시스(Pyxis) | DLK1 ADC | 3,255억원 +Revenue share +Stock Option | | | | | | U | M | M | M | M | |
| | 안텐진 (Antengene) | Linker & Toxin | 4,265억원 (공동연구 및 옵션계약) | | | | | | | | | M | M | M |
| | 소티오(SOTIO) | Linker & Toxin for 5 targets | 1조 2,127억원 +Royalty | | | | | | | U | M | M | M | |
| | 익수다(Iksuda) | HER2 ADC | 1조 1,864억원 +Revenue share | | | | | | | | U | M | M | |
| 합성신약 | 브릿지바이오 | BBT-877 (Anti-fibrosis) | 약 300억원 | | | U | M | U/M | | | | | | |
| | 하이해바이오 | Delpazolid (Antibiotics) | 240억원 (China only) | | | U | | M | M | M | M | M | | |
| | GC녹십자 /Lee's Pharma | Nokxaban (Anti-coagulants) | 비공개 (China only) | | | | U | M | | | | M | | |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: U는 계약금(Upfront), M은 마일스톤(Milestone)을 의미

레고켐바이오 목표주가 산출

| (십억원, 천주, 원) | | 비고 |
|----------------------------------|----------------|----------------------|
| 1. 파이프라인 가치 (A+B+C+D+E+F) | 1,665.3 | |
| A. HER2 ADC(LCB14/FS-1502) | 555.5 | 보수적으로 유방암, 위암 가치만 산정 |
| B. Trop2 ADC(LCB84) | 642.0 | 보수적으로 삼중음성유방암 가치만 산정 |
| C. ROR1 ADC(LCB71/CS5001) | 47.2 | |
| D. CD19 ADC(LCB73/IKS03) | - | 보수적으로 가치 산정에서 제외 |
| E. DLK1 ADC(LCB67/PYX-202) | - | 보수적으로 가치 산정에서 제외 |
| F. ADC 플랫폼 | 420.4 | 플랫폼 기술이전 3건 가치 합산 |
| Takeda 플랫폼 기술이전 | 70.6 | 3개 타겟, 계약총액 4.04억달러 |
| Iksuda 플랫폼 기술이전 | 184.9 | 6개 타겟, 계약총액 8.14억달러 |
| SOTIO 플랫폼 기술이전 | 164.9 | 5개 타겟, 계약총액 10.3억달러 |
| 2. 순차입금 | (147.3) | 2022년 말 기준 |
| 3. 보통주주식수 | 27,248 | 전환우선주 100% 전환 가정 |
| 4. 적정주가 산출 | 67,000 | |
| 5. 현재 주가 | 41,000 | 2022년 5월 25일 종가 |
| 6. 상승여력 | 63.4% | |

자료: 신한금융투자 추정

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 자산총계 | 135.9 | 293.2 | 265.8 | 237.1 | 211.4 |
| 유동자산 | 100.0 | 229.0 | 207.5 | 190.7 | 181.0 |
| 현금및현금성자산 | 54.6 | 139.9 | 114.9 | 94.2 | 118.2 |
| 매출채권 | 20.6 | 22.5 | 23.6 | 24.8 | 16.1 |
| 재고자산 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 비유동자산 | 35.9 | 64.3 | 58.3 | 46.5 | 30.4 |
| 유형자산 | 7.6 | 24.4 | 19.6 | 8.5 | (0.7) |
| 무형자산 | 8.1 | 8.6 | 7.0 | 5.7 | 4.7 |
| 투자자산 | 17.5 | 31.1 | 31.5 | 32.0 | 26.2 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 23.8 | 34.5 | 36.5 | 34.9 | 24.4 |
| 유동부채 | 14.0 | 17.0 | 18.7 | 21.2 | 13.8 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매입채무 | 6.6 | 6.8 | 7.2 | 7.5 | 4.9 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 2.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 9.8 | 17.4 | 17.8 | 13.7 | 10.6 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 3.9 | 9.4 | 9.4 | 4.8 | 4.8 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 112.1 | 258.8 | 229.3 | 202.3 | 187.0 |
| 자본금 | 12.1 | 13.6 | 13.6 | 13.6 | 13.6 |
| 자본잉여금 | 180.9 | 349.8 | 349.8 | 349.8 | 349.8 |
| 기타자본 | 2.2 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 3.1 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 이익잉여금 | (86.1) | (109.6) | (139.0) | (166.1) | (181.3) |
| 지배주주지분 | 112.1 | 258.8 | 229.3 | 202.3 | 187.0 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| *총차입금 | 4.0 | 12.3 | 9.7 | 5.1 | 5.0 |
| *순차입금(순현금) | (73.2) | (168.5) | (147.3) | (132.5) | (141.5) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | (14.9) | (42.0) | (9.6) | (8.5) | 3.7 |
| 당기순이익 | (7.0) | (23.4) | (29.5) | (27.1) | (15.2) |
| 유형자산상각비 | 1.5 | 1.6 | 15.6 | 16.4 | 9.2 |
| 무형자산상각비 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| 외환환산손실(이익) | 0.4 | (0.3) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (1.5) | (1.0) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 운전자본변동 | (9.5) | (25.5) | 2.3 | 0.3 | 8.1 |
| (법인세납부) | 0.0 | (0.1) | 0.0 | 0.8 | 0.5 |
| 기타 | (0.3) | 5.0 | 0.3 | (0.3) | (0.1) |
| 투자활동으로인한현금흐름 | 0.3 | (43.9) | (12.7) | (7.4) | 20.6 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (2.7) | (18.3) | (10.7) | (5.4) | 0.0 |
| 유형자산의감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (0.5) | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 52.0 | 22.8 | (0.4) | (0.4) | 5.9 |
| 기타 | (48.5) | (48.3) | (1.6) | (1.6) | 14.7 |
| FCF | (32.8) | (72.0) | (28.4) | (21.6) | (0.6) |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 2.6 | 171.3 | (2.6) | (4.5) | (0.1) |
| 차입금의 증가(감소) | 1.7 | 8.2 | (2.6) | (4.5) | (0.1) |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 0.9 | 163.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | (0.2) | (0.2) | (0.2) |
| 연결법위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.3) | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | (12.2) | 85.3 | (25.1) | (20.6) | 24.0 |
| 기초현금 | 66.9 | 54.6 | 139.9 | 114.9 | 94.2 |
| 기말현금 | 54.6 | 139.9 | 114.9 | 94.2 | 118.2 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 매출액 | 49.4 | 32.2 | 49.4 | 58.6 | 38.1 |
| 증감률 (%) | (9.4) | (34.9) | 53.7 | 18.5 | (34.9) |
| 매출원가 | 13.8 | 14.5 | 17.2 | 17.7 | 11.5 |
| 매출총이익 | 35.6 | 17.7 | 32.3 | 40.9 | 26.6 |
| 매출총이익률 (%) | 72.0 | 55.0 | 65.3 | 69.8 | 69.8 |
| 판매관리비 | 65.3 | 45.4 | 68.9 | 75.8 | 49.4 |
| 영업이익 | (29.8) | (27.7) | (36.6) | (35.0) | (22.8) |
| 증감률 (%) | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 |
| 영업이익률 (%) | (60.3) | (86.2) | (74.1) | (59.7) | (59.7) |
| 영업외손익 | 20.9 | 7.2 | 7.2 | 7.1 | 7.0 |
| 금융손익 | 18.7 | 3.2 | 3.2 | 3.1 | 3.1 |
| 기타영업외손익 | 0.5 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 1.7 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 세전계속사업이익 | (8.8) | (20.5) | (29.5) | (27.9) | (15.7) |
| 법인세비용 | (1.8) | 2.9 | 0.0 | (0.8) | (0.5) |
| 계속사업이익 | (7.0) | (23.4) | (29.5) | (27.1) | (15.2) |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (7.0) | (23.4) | (29.5) | (27.1) | (15.2) |
| 증감률 (%) | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 |
| 순이익률 (%) | (14.1) | (72.7) | (59.6) | (46.2) | (39.9) |
| (지배주주)당기순이익 | (7.0) | (23.4) | (29.5) | (27.1) | (15.2) |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | (4.2) | (24.0) | (29.5) | (27.1) | (15.2) |
| (지배주주)총포괄이익 | (4.2) | (24.0) | (29.5) | (27.1) | (15.2) |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBITDA | (26.8) | (24.7) | (19.5) | (17.2) | (12.5) |
| 증감률 (%) | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 |
| EBITDA 이익률 (%) | (54.2) | (76.7) | (39.4) | (29.4) | (32.8) |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS (당기순이익, 원) | (290) | (929) | (1,079) | (991) | (557) |
| EPS (지배순이익, 원) | (290) | (929) | (1,079) | (991) | (557) |
| BPS (자본총계, 원) | 4,651 | 9,497 | 8,395 | 7,404 | 6,847 |
| BPS (지배지분, 원) | 4,651 | 9,497 | 8,395 | 7,404 | 6,847 |
| DPS (원) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER (당기순이익, 배) | (241.8) | (60.1) | (36.4) | (39.7) | (70.5) |
| PER (지배순이익, 배) | (241.8) | (60.1) | (36.4) | (39.7) | (70.5) |
| PBR (자본총계, 배) | 15.1 | 5.9 | 4.7 | 5.3 | 5.7 |
| PBR (지배지분, 배) | 15.1 | 5.9 | 4.7 | 5.3 | 5.7 |
| EV/EBITDA (배) | (59.3) | (48.0) | (41.4) | (47.7) | (65.1) |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | (54.2) | (76.7) | (39.4) | (29.4) | (32.8) |
| 영업이익률 (%) | (60.3) | (86.2) | (74.1) | (59.7) | (59.7) |
| 순이익률 (%) | (14.1) | (72.7) | (59.6) | (46.2) | (39.9) |
| ROA (%) | (5.0) | (10.9) | (10.5) | (10.8) | (6.8) |
| ROE (지배순이익, %) | (6.0) | (12.6) | (12.1) | (12.5) | (7.8) |
| ROIC (%) | (130.3) | (63.1) | (58.0) | (64.1) | (66.0) |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 21.2 | 13.3 | 15.9 | 17.2 | 13.0 |
| 순차입금비율 (%) | (65.3) | (65.1) | (64.2) | (65.5) | (75.6) |
| 현금비율 (%) | 390.1 | 822.3 | 615.1 | 445.2 | 858.2 |
| 이자보상배율 (배) | N/A | (402.9) | (395.1) | (559.2) | (530.1) |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 12.0 | 1.5 | 1.5 | 1.8 | 1.4 |
| 재고자산회수기간 (일) | 1.7 | 3.2 | 2.0 | 1.8 | 2.4 |
| 매출채권회수기간 (일) | 114.4 | 244.2 | 170.0 | 150.5 | 195.6 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



덴티움

| Bloomberg Code (145720 KS) | Reuters Code (145720.KS)

[헬스케어]

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

우려보다는 기대를



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
73,400 원



목표주가
90,000 원 (유지)



상승여력
22.6%

- ◆ 하반기 지정학적 리스크 해소에 따른 실적 호조 전망
- ◆ 2022년 매출액 및 영업이익 각각 +26%, +49% 성장 전망
- ◆ Value-segment 수요 증대가 이끄는 구조적 성장이 매력적

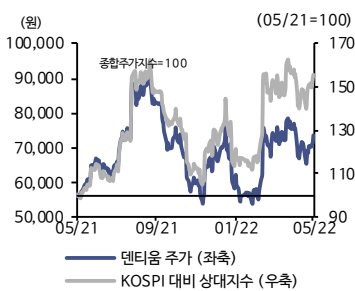


신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

| | |
|------|---------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 90,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 22.6% |

| | |
|-----------------------|-------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 812.5십억원 |
| 액면가 | 500 원 |
| 발행주식수 | 11.1백만주 |
| 유동주식수 | 6.5백만주(58.6%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 90,400 원/53,600 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 158,682 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 11,415 백만원 |
| 외국인 지분율 | 17.16% |
| 주요주주 | |
| 정성민 외 4 인 | 18.88% |
| 국민연금공단 | 5.06% |
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | 27.9% |
| 6 개월 | 23.4% |
| 12 개월 | 30.8% |
| KOSPI 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | 33.0% |
| 6 개월 | 38.9% |
| 12 개월 | 56.8% |

주가차트



하반기 지정학적 리스크 해소에 따른 실적 호조 전망

하반기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 2,064억원(+24.9% YoY, 이하 YoY 생략), 620억원(+46.4%, OPM 30%)으로 추정한다. 1) 중국향 매출액은 1,248억원(+27%)으로 추정한다. 1분기 상해 봉쇄 장기화 및 공휴일 발생에 따른 실적 타격 우려에도 불구하고 상해 외곽 지역 중심의 영업을 통해 견조한 매출을 달성했다. 현재 상해 코로나 19 일일 확진자수가 큰 폭으로 감소한 만큼 향후 봉쇄 완화에 따른 실적 성장이 예상된다. 2) 러시아향 매출액은 195억원(+70%)으로 추정한다. 4월 수원시 임플란트 수출액은 764만달러로 집계됐다. 1분기 전체 수출액이 217만달러였던 점을 감안하면 4월부터 러시아향 수출이 일정 부분 정상화된 것으로 판단 가능하다.

2022년 매출액 및 영업이익 각각 +26%, +49% 성장 전망

2022년 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 3,674억원(+26%), 1,039억원(+48.7%, OPM 28.3%)으로 추정한다. 현재 상해 내 코로나 19 일일 확진자수는 80명 아래까지 하락했다. 지난 4월 일일 확진자수가 2,635명에 달했던 점을 감안하면 소강 상태에 이르렀다고 판단 가능하다. 이에 따라 상해에서는 금융기관 864개의 업무 재개를 시작으로 경제 정상화를 위한 방역 조치 완화가 진행 중인 만큼 하반기 상해 중심 지역에서의 영업 정상화 이뤄질 것으로 전망된다.

한편 영업이익률은 전년 대비 4.3%p 증가할 것으로 예상된다. 1분기 원자재 이슈 발생에 불구하고 낮은 재료비 비중으로 인해 29%의 원가율을 기록한 바 있으며 이와 같은 추세는 연내 지속될 전망이다. 또한 하반기 큰 폭의 매출액 성장에 따른 영업레버리지 효과까지 기대되는 만큼 2022년은 견조한 영업이익률 달성이 예상된다.

Value-segment 수요 증대가 이끄는 구조적 성장이 매력적

현재 덴티움의 예상 지배주주순이익 기준 12개월 선행 PER은 10배에 머물러있다. 중국, 러시아 내 전문의 부족 및 저조한 임플란트 보급률에 기반한 폭발적 수요 증대가 예상됨에도 불구하고 여전히 글로벌 Peer 대비 저평가되어 있다. 이와 더불어 보수적인 시장이었던 유럽 내 Value-segment 시장 개화에 따른 수혜까지 지속되고 있는 만큼 투자 매력은 충분하다고 판단한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 229.7 | 39.6 | 26.1 | 22.5 | 2,037 | 52.5 | 20,715 | 20.2 | 11.7 | 2.0 | 10.3 | 79.9 |
| 2021 | 291.5 | 69.9 | 74.7 | 55.5 | 5,013 | 146.1 | 26,366 | 13.9 | 10.8 | 2.6 | 21.3 | 43.5 |
| 2022F | 367.4 | 103.9 | 102.9 | 77.8 | 7,026 | 40.2 | 33,197 | 10.4 | 7.0 | 2.2 | 23.6 | 24.0 |
| 2023F | 448.1 | 133.8 | 135.0 | 102.4 | 9,249 | 31.6 | 42,251 | 7.9 | 5.1 | 1.7 | 24.5 | 7.4 |
| 2024F | 539.0 | 165.7 | 164.1 | 124.3 | 11,232 | 21.4 | 53,287 | 6.5 | 3.8 | 1.4 | 23.5 | (6.5) |

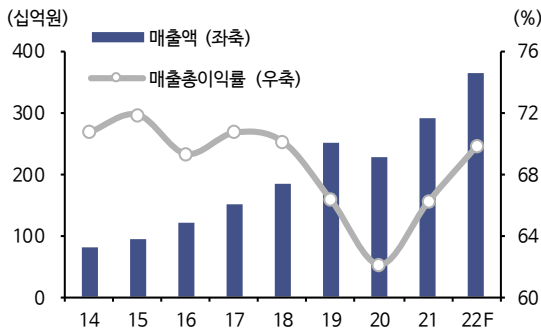
자료: 회사 자료, 신한금융투자

덴티움 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 21 | 22F | 23F |
|--------------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 53.8 | 72.5 | 71.2 | 94.0 | 74.5 | 86.6 | 96.5 | 109.9 | 291.5 | 367.4 | 448.1 |
| YoY | 31.9 | 40.8 | 14.7 | 24.7 | 38.5 | 19.4 | 35.5 | 16.8 | 26.9 | 26.0 | 22.0 |
| 수출 | 41.8 | 56.5 | 55.7 | 76.3 | 57.0 | 68.5 | 81.2 | 94.0 | 230.3 | 300.7 | 378.6 |
| 중국 | 29.0 | 42.0 | 44.4 | 52.8 | 40.8 | 49.2 | 58.3 | 66.5 | 168.1 | 214.7 | 268.9 |
| 러시아 | 4.8 | 6.8 | 2.4 | 9.1 | 2.3 | 4.1 | 8.4 | 11.1 | 23.1 | 25.9 | 34.6 |
| 기타 | 8.0 | 7.7 | 8.9 | 14.5 | 13.9 | 15.2 | 14.5 | 16.4 | 39.1 | 60.1 | 75.0 |
| 내수 | 12.0 | 16.0 | 15.5 | 18.8 | 17.5 | 18.0 | 15.3 | 15.8 | 61.2 | 66.7 | 69.5 |
| 매출총이익 | 35.7 | 46.3 | 46.4 | 64.8 | 52.7 | 59.6 | 67.1 | 77.4 | 193.2 | 256.8 | 318.1 |
| YoY | 32.8 | 61.3 | 19.9 | 33.5 | 47.8 | 28.8 | 44.6 | 19.4 | 35.3 | 33.0 | 23.9 |
| GPM | 66.3 | 63.9 | 65.2 | 68.9 | 70.8 | 68.9 | 69.5 | 70.4 | 66.3 | 69.9 | 71.0 |
| 영업이익 | 10.6 | 16.9 | 15.1 | 27.2 | 20.4 | 21.5 | 28.7 | 33.3 | 69.9 | 103.9 | 133.8 |
| YoY | 232.2 | 154.8 | 21.7 | 57.1 | 91.3 | 27.5 | 89.8 | 22.3 | 76.5 | 48.7 | 28.8 |
| OPM | 19.8 | 23.3 | 21.3 | 29.0 | 27.3 | 24.9 | 29.8 | 30.3 | 24.0 | 28.3 | 29.9 |
| 당기순이익 | 8.6 | 14.3 | 14.1 | 18.5 | 15.7 | 18.5 | 21.0 | 22.5 | 55.5 | 77.8 | 102.4 |
| YoY | 156.3 | 413.6 | 176.8 | 63.5 | 83.4 | 29.4 | 49.2 | 21.6 | 146.1 | 40.2 | 31.6 |
| NPM | 15.9 | 19.8 | 19.7 | 19.7 | 21.1 | 21.4 | 21.7 | 20.5 | 19.0 | 21.2 | 22.8 |

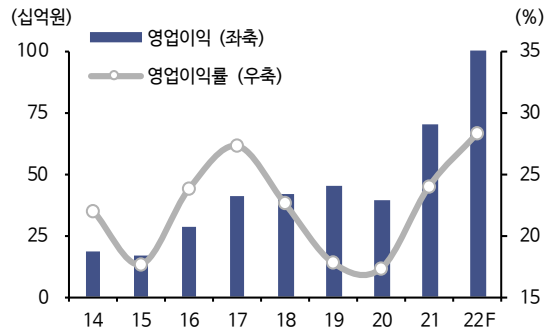
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

덴티움 매출액 추이 및 전망



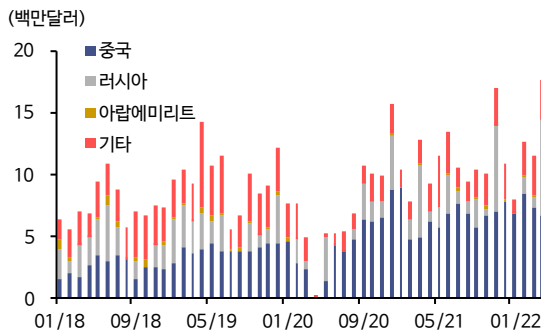
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

덴티움 영업이익 추이 및 전망



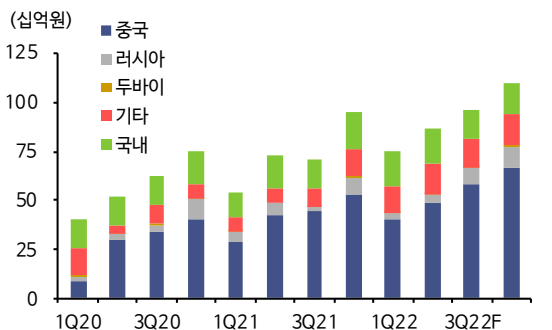
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

관세청 임플란트 수출 데이터 추이



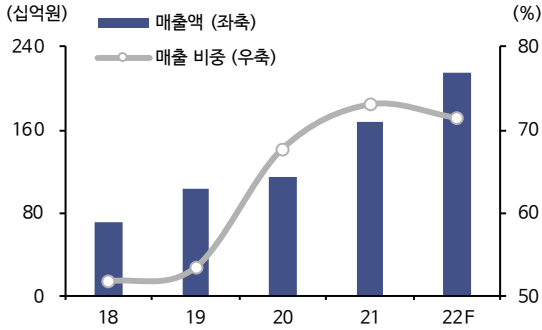
자료: Trass, 신한금융투자 / 주: 수월시 기준

분기별 매출액 추이 및 전망



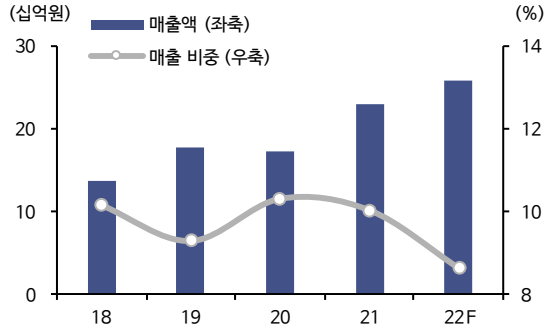
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중국향 매출액 추이 및 전망



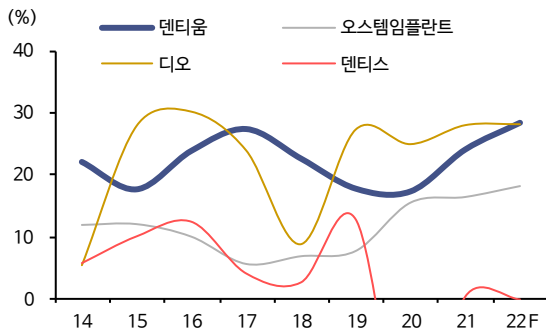
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 매출 비중은 전체 해외 매출액 기준

러시아향 매출액 추이 및 전망



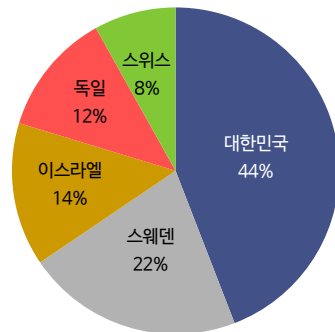
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 매출 비중은 전체 해외 매출액 기준

국내 덴탈 상장사 영업이익률 추이 및 전망



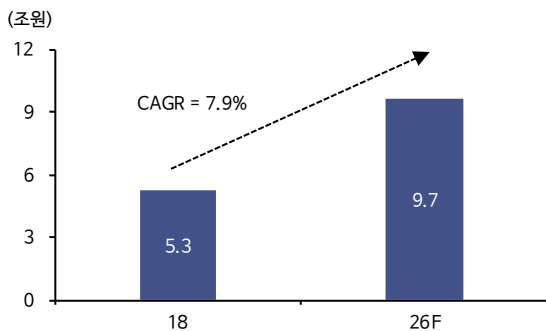
자료: Quantwise, 신한금융투자 추정

러시아 국가별 치과용 임플란트 수입 동향



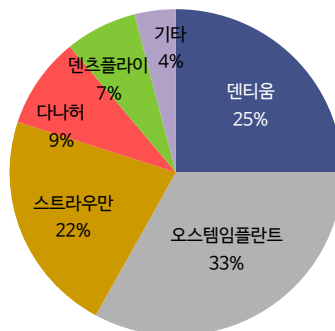
자료: 러시아 연방 관세청, 신한금융투자 / 주: 2021년 기준

중국 임플란트 시장 규모 추이 및 전망



자료: MRG, 신한금융투자

중국 내 임플란트 시장점유율



자료: IFDH, 중국위생국, 신한금융투자 / 주: 2019년 기준

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 자산총계 | 510.2 | 570.2 | 649.6 | 760.3 | 902.2 |
| 유동자산 | 195.3 | 240.3 | 277.4 | 333.2 | 415.8 |
| 현금및현금성자산 | 37.3 | 65.8 | 87.2 | 130.2 | 199.1 |
| 매출채권 | 92.4 | 83.4 | 89.7 | 94.2 | 98.9 |
| 재고자산 | 55.6 | 76.1 | 81.8 | 85.9 | 90.2 |
| 비유동자산 | 315.0 | 329.9 | 372.1 | 427.1 | 486.4 |
| 유형자산 | 267.5 | 273.1 | 313.9 | 367.1 | 424.2 |
| 무형자산 | 2.1 | 2.2 | 1.4 | 1.0 | 0.7 |
| 투자자산 | 6.5 | 8.2 | 10.3 | 12.6 | 15.1 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 281.6 | 279.1 | 283.0 | 294.4 | 315.4 |
| 유동부채 | 193.3 | 180.2 | 183.4 | 194.1 | 214.2 |
| 단기차입금 | 51.4 | 65.6 | 60.5 | 58.1 | 55.4 |
| 매입채무 | 8.3 | 10.0 | 11.0 | 11.8 | 12.6 |
| 유동성장기부채 | 81.3 | 30.2 | 18.0 | 9.7 | 8.5 |
| 비유동부채 | 88.3 | 98.9 | 99.6 | 100.4 | 101.2 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 85.2 | 96.1 | 96.1 | 96.1 | 96.1 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 228.6 | 291.1 | 366.6 | 465.8 | 586.8 |
| 자본금 | 6.2 | 6.2 | 6.2 | 6.2 | 6.2 |
| 자본잉여금 | 49.3 | 49.3 | 49.3 | 49.3 | 49.3 |
| 기타자본 | (19.0) | (19.0) | (19.0) | (19.0) | (19.0) |
| 기타포괄이익누계액 | (2.1) | 7.7 | 7.7 | 7.7 | 7.7 |
| 이익잉여금 | 195.0 | 247.7 | 323.3 | 423.6 | 545.7 |
| 지배주주지분 | 229.3 | 291.8 | 367.4 | 467.6 | 589.9 |
| 비지배주주지분 | (0.7) | (0.7) | (0.8) | (1.8) | (3.1) |
| *총차입금 | 221.2 | 193.4 | 176.5 | 166.2 | 162.8 |
| *순차입금(순현금) | 182.7 | 126.5 | 88.1 | 34.5 | (38.2) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 75.8 | 74.1 | 106.6 | 143.4 | 171.4 |
| 당기순이익 | 22.2 | 55.5 | 77.7 | 101.4 | 123.1 |
| 유형자산상각비 | 14.2 | 12.5 | 23.6 | 32.8 | 37.5 |
| 무형자산상각비 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.5 | 0.3 |
| 외환환산손실(이익) | 8.1 | (3.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | (0.3) | (0.6) | (0.6) | (0.6) | (0.6) |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | 13.5 | (10.6) | 5.2 | 9.3 | 11.1 |
| (법인세납부) | (10.1) | (15.4) | (25.2) | (33.6) | (41.0) |
| 기타 | 27.6 | 35.0 | 25.1 | 33.6 | 41.0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (9.3) | (21.8) | (66.9) | (88.5) | (97.5) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (8.6) | (28.2) | (64.5) | (86.0) | (94.6) |
| 유형자산의감소 | 1.1 | 8.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (0.5) | (0.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 0.0 | 0.0 | (2.1) | (2.3) | (2.5) |
| 기타 | (1.3) | (1.3) | (0.3) | (0.2) | (0.4) |
| FCF | 74.0 | 46.0 | 42.8 | 56.3 | 77.7 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (50.0) | (24.1) | (19.1) | (12.4) | (5.6) |
| 차입금의 증가(감소) | (47.1) | (20.3) | (16.9) | (10.3) | (3.4) |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | (1.7) | (2.2) | (2.2) | (2.2) |
| 기타 | (2.9) | (2.1) | (0.0) | 0.1 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (7.3) | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 9.2 | 28.5 | 21.3 | 43.0 | 69.0 |
| 기초현금 | 28.1 | 37.3 | 65.8 | 87.2 | 130.2 |
| 기말현금 | 37.3 | 65.8 | 87.2 | 130.2 | 199.1 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 229.7 | 291.5 | 367.4 | 448.1 | 539.0 |
| 증감률 (%) | (9.0) | 26.9 | 26.0 | 22.0 | 20.3 |
| 매출원가 | 87.0 | 98.4 | 110.6 | 130.0 | 152.1 |
| 매출총이익 | 142.8 | 193.2 | 256.8 | 318.1 | 387.0 |
| 매출총이익률 (%) | 62.2 | 66.3 | 69.9 | 71.0 | 71.8 |
| 판매관리비 | 103.2 | 123.3 | 152.9 | 184.3 | 221.2 |
| 영업이익 | 39.6 | 69.9 | 103.9 | 133.8 | 165.7 |
| 증감률 (%) | (11.3) | 76.5 | 48.7 | 28.8 | 23.9 |
| 영업이익률 (%) | 17.2 | 24.0 | 28.3 | 29.9 | 30.7 |
| 영업외손익 | (13.5) | 4.8 | (1.0) | 1.2 | (1.6) |
| 금융손익 | (15.6) | 4.6 | 0.8 | (0.0) | (1.4) |
| 기타영업외손익 | 2.1 | 0.2 | (1.8) | 1.2 | (0.2) |
| 중속 및 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 26.1 | 74.7 | 102.9 | 135.0 | 164.1 |
| 법인세비용 | 3.8 | 19.2 | 25.2 | 33.6 | 41.0 |
| 계속사업이익 | 22.2 | 55.5 | 77.7 | 101.4 | 123.1 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 22.2 | 55.5 | 77.7 | 101.4 | 123.1 |
| 증감률 (%) | 62.1 | 149.8 | 40.0 | 30.5 | 21.4 |
| 순이익률 (%) | 9.7 | 19.0 | 21.1 | 22.6 | 22.8 |
| (지배주주)당기순이익 | 22.5 | 55.5 | 77.8 | 102.4 | 124.3 |
| (비지배주주)당기순이익 | (0.3) | 0.0 | (0.1) | (1.0) | (1.2) |
| 총포괄이익 | 22.1 | 64.2 | 77.7 | 101.4 | 123.1 |
| (지배주주)총포괄이익 | 22.4 | 64.3 | 77.7 | 101.4 | 123.2 |
| (비지배주주)총포괄이익 | (0.3) | (0.0) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| EBITDA | 54.4 | 83.1 | 128.3 | 167.1 | 203.5 |
| 증감률 (%) | (6.3) | 52.8 | 54.4 | 30.3 | 21.8 |
| EBITDA 이익률 (%) | 23.7 | 28.5 | 34.9 | 37.3 | 37.8 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 2,007 | 5,014 | 7,019 | 9,157 | 11,120 |
| EPS (지배순이익, 원) | 2,037 | 5,013 | 7,026 | 9,249 | 11,232 |
| BPS (자본총계, 원) | 20,653 | 26,299 | 33,123 | 42,085 | 53,011 |
| BPS (지배지분, 원) | 20,715 | 26,366 | 33,197 | 42,251 | 53,287 |
| DPS (원) | 200 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| PER (당기순이익, 배) | 20.5 | 13.9 | 10.5 | 8.0 | 6.6 |
| PER (지배순이익, 배) | 20.2 | 13.9 | 10.4 | 7.9 | 6.5 |
| PBR (자본총계, 배) | 2.0 | 2.7 | 2.2 | 1.7 | 1.4 |
| PBR (지배지분, 배) | 2.0 | 2.6 | 2.2 | 1.7 | 1.4 |
| EV/EBITDA (배) | 11.7 | 10.8 | 7.0 | 5.1 | 3.8 |
| 배당성향 (%) | 7.7 | 3.9 | 2.8 | 2.1 | 1.7 |
| 배당수익률 (%) | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 23.7 | 28.5 | 34.9 | 37.3 | 37.8 |
| 영업이익률 (%) | 17.2 | 24.0 | 28.3 | 29.9 | 30.7 |
| 순이익률 (%) | 9.7 | 19.0 | 21.1 | 22.6 | 22.8 |
| ROA (%) | 4.2 | 10.3 | 12.7 | 14.4 | 14.8 |
| ROE (지배순이익, %) | 10.3 | 21.3 | 23.6 | 24.5 | 23.5 |
| ROIC (%) | 7.9 | 13.1 | 20.4 | 23.7 | 26.5 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 123.2 | 95.9 | 77.2 | 63.2 | 53.8 |
| 순차입금비율 (%) | 79.9 | 43.5 | 24.0 | 7.4 | (6.5) |
| 현금비율 (%) | 19.3 | 36.5 | 47.5 | 67.1 | 93.0 |
| 이자보상배율 (배) | 4.9 | 11.5 | 19.2 | 26.6 | 34.4 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 2.0 | 3.1 | 4.2 | 5.5 | 7.5 |
| 재고자산회수기간 (일) | 97.2 | 82.5 | 78.5 | 68.3 | 59.6 |
| 매출채권회수기간 (일) | 162.4 | 110.1 | 86.0 | 74.9 | 65.4 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



제이시스메디칼

| Bloomberg Code (287410 KS) | Reuters Code (287410.KQ)

꾸준히 좋아지는 중

[헬스케어]

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
8,600 원



목표주가
12,000 원 (유지)



상승여력
39.5%

- ◆ 하반기 계절적 성수기에 신제품 효과가 더해질 전망
- ◆ 2022년 매출액 및 영업이익 각각 +45%, +59% 성장 전망
- ◆ 목표주가 유지. 리레이팅을 위한 모멘텀은 충분하다



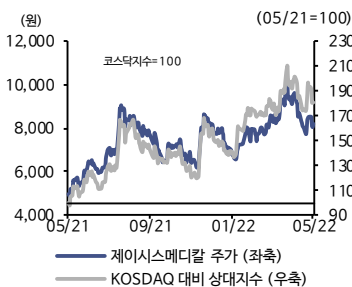
신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

| | |
|------|---------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 12,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 39.5% |

| | |
|----------------|------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 584.7 십억원 |
| 액면가 | 100 원 |
| 발행주식수 | 71.3 백만주 |
| 유동주식수 | 49.2 백만주 (69.1%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 10,000 원/4,910 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 1,458,678 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 12,795 백만원 |
| 외국인 지분율 | 9.60% |
| 주요주주 | |
| 강동환 외 4 인 | 30.75% |

| | |
|-----------------|-------|
| 절대수익률 | |
| 3 개월 | 3.1% |
| 6 개월 | 26.2% |
| 12 개월 | 67.0% |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | |
| 3 개월 | 3.4% |
| 6 개월 | 49.4% |
| 12 개월 | 84.3% |

주가차트



하반기 계절적 성수기에 신제품 효과가 더해질 전망

하반기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 649억원(+50.9% YoY, 이하 YoY 생략), 209억원(+64.1%, OPM 32.2%)으로 추정한다. 하반기는 하절기 휴가에 기인한 소모품 매출 증대, 동절기 프로모션 확대를 위한 장비 수요 증대 등으로 인한 계절적 성수기인 만큼 전 제품군에서의 고른 매출 성장이 전망된다.

또한 제이시스메디칼은 상반기 차세대 HIFU 제품을 출시할 예정이다. 신제품은 단방향 시술만이 가능했던 기존 제품과 달리 다방향 시술이 가능해진 만큼 시술 속도를 비약적으로 증대시킬 수 있다. 이는 의사의 시술 편의성 증대 및 병원 회전율 향상에 따른 수익성 극대화에 기여할 수 있다. 또한 리오프닝으로 인해 증가한 내원객들의 시술 시간을 줄여주어 단기간에 늘어난 수요에 대응하는데도 기여가 가능하다. 국내와 더불어 우수한 영업망을 갖춘 일본에서의 동시 런칭이 예정된 만큼 하반기부터 신제품 효과가 본격화될 전망이다.

2022년 매출액 및 영업이익 각각 +45%, +59% 성장 전망

2022년 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 1,175억원(+44.5%), 368억원(+58.7%, OPM 31.3%)으로 추정한다. 장비와 소모품 모두 고르게 성장하며 전사 외형 성장에 기여할 전망이다. 1분기 기준 제이시스메디칼의 리니어펄, 포텐자 누적 판매대수는 각각 2,416대, 1,335대로 출시 이래 꾸준히 우상향했다. 에스테틱 장비는 소모품 매출의 선행지표 역할을 하는 만큼 소모품 매출의 구조적 성장을 기대할 수 있으며, 리오프닝 본격화에 따른 글로벌 시술 수요 증대는 소모품 매출 성장 가속화에 기여할 전망이다.

목표주가 유지. 리레이팅을 위한 모멘텀은 충분하다

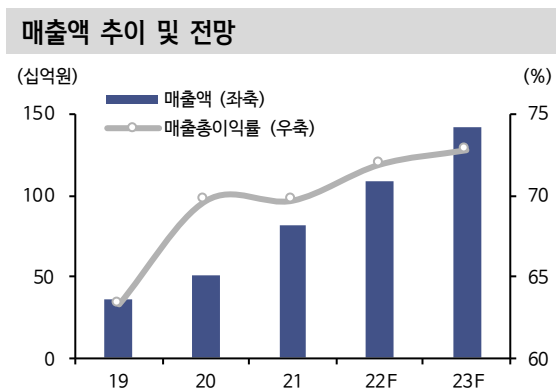
투자여건 ‘매수’, 목표주가 1.2만원을 유지한다. 최근 밸류에이션 부담에 따른 조정으로 예상 지배주주순이익 기준 12개월 선행 PER은 19배까지 하락했다. 다만 하반기에도 리오프닝에 기반한 펀더멘탈은 견조할 전망이며, Cynosure와 3가지 제품의 일본내 독점 판매 계약을 체결하며 비즈니스 모델까지 강화한 만큼 현 주가는 주목해야할 구간으로 판단한다. 또한 RF 신제품 출시, 2023년 중국 시장 진출 등 중장기 모멘텀까지 기대되는 만큼 투자매력은 여전하다고 판단한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비율 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 47.8 | 11.0 | 8.2 | 7.5 | 128 | 468.3 | 240 | 34.4 | 1.0 | 18.3 | 190.6 | (30.3) |
| 2021 | 81.3 | 23.6 | 13.1 | 13.6 | 192 | 50.4 | 660 | 40.5 | 20.4 | 11.8 | 42.4 | (46.1) |
| 2022F | 117.5 | 36.8 | 37.2 | 28.9 | 405 | 110.8 | 1,268 | 20.3 | 12.5 | 6.5 | 42.0 | (66.0) |
| 2023F | 156.1 | 51.2 | 50.6 | 39.2 | 550 | 35.8 | 1,828 | 14.9 | 8.6 | 4.5 | 35.5 | (71.2) |
| 2024F | 190.2 | 63.5 | 63.4 | 48.9 | 685 | 24.6 | 2,513 | 12.0 | 6.5 | 3.3 | 31.6 | (80.4) |

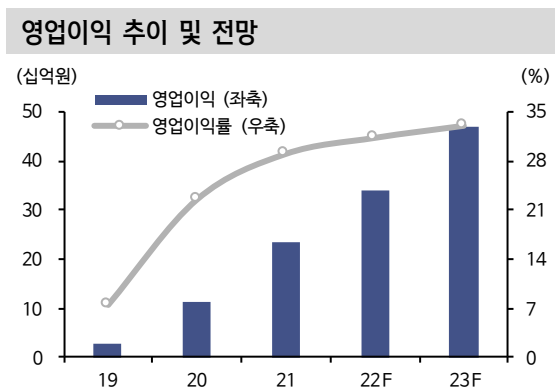
자료: 회사 자료, 신한금융투자

| 제이시스메디칼 연결 기준 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|-------|--------|--------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 21 | 22F | 23F |
| 매출액 | 18.3 | 20.0 | 20.6 | 22.4 | 25.3 | 27.3 | 31.2 | 33.7 | 81.3 | 117.5 | 156.1 |
| YoY | 56.8 | 131.7 | 35.7 | 46.6 | 38.6 | 36.3 | 51.3 | 50.5 | 60.2 | 44.5 | 32.9 |
| 해외 | 15.8 | 17.2 | 17.5 | 18.6 | 21.9 | 23.2 | 25.0 | 26.6 | 69.2 | 96.7 | 128.2 |
| YoY | 67.4 | 150.8 | 39.6 | 44.6 | 38.4 | 35.2 | 42.5 | 42.6 | 65.7 | 39.8 | 32.7 |
| 국내 | 2.5 | 2.8 | 3.1 | 3.7 | 3.4 | 4.1 | 6.2 | 7.1 | 12.2 | 20.8 | 27.9 |
| YoY | 11.4 | 59.0 | 17.0 | 57.5 | 39.6 | 43.0 | 101.4 | 89.7 | 34.8 | 71.4 | 33.9 |
| HIFU | 3.3 | 3.5 | 3.6 | 2.6 | 3.6 | 3.7 | 7.3 | 7.6 | 13.0 | 22.3 | 27.6 |
| YoY | 62.2 | 18.7 | 63.1 | (12.9) | 9.8 | 7.8 | 102.3 | 188.9 | 27.6 | 71.3 | 23.7 |
| RF | 4.4 | 3.3 | 3.9 | 5.1 | 7.1 | 7.7 | 7.6 | 8.5 | 16.7 | 30.9 | 53.6 |
| YoY | 64.0 | 483.4 | 120.5 | 94.0 | 61.8 | 133.6 | 95.3 | 65.6 | 118.5 | 85.0 | 73.5 |
| IPL | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.4 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.6 | 4.5 | 5.6 | 6.1 |
| YoY | 8.3 | 70.4 | 17.1 | 109.7 | 24.5 | 35.2 | 29.5 | 13.9 | 45.4 | 24.7 | 9.3 |
| LASER | 1.7 | 2.1 | 2.3 | 1.6 | 2.5 | 2.8 | 2.6 | 3.0 | 7.7 | 10.8 | 12.2 |
| YoY | 24.3 | 165.3 | 217.9 | 21.2 | 47.9 | 32.8 | 10.6 | 84.4 | 82.9 | 40.4 | 12.4 |
| 소모품 | 7.3 | 9.5 | 9.6 | 10.9 | 10.2 | 10.7 | 11.5 | 12.0 | 37.3 | 44.5 | 53.0 |
| YoY | 81.8 | 214.4 | 10.4 | 63.2 | 39.6 | 13.4 | 20.5 | 9.9 | 66.4 | 19.4 | 19.0 |
| 기타 | 0.6 | 0.7 | 0.2 | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 2.1 | 3.4 | 3.7 |
| YoY | (6.0) | (8.3) | (83.0) | (27.9) | 9.4 | 40.2 | 421.5 | 46.6 | (34.3) | 60.9 | 10.0 |
| 매출총이익 | 13.1 | 13.7 | 14.4 | 15.4 | 17.7 | 18.9 | 21.7 | 23.4 | 56.7 | 81.7 | 109.2 |
| YoY | 62.8 | 148.3 | 24.5 | 51.0 | 35.6 | 37.7 | 50.2 | 51.8 | 60.2 | 44.2 | 33.7 |
| GPM | 71.4 | 68.5 | 70.1 | 69.0 | 69.9 | 69.2 | 69.5 | 69.6 | 69.7 | 69.5 | 70.0 |
| 영업이익 | 4.7 | 5.7 | 6.1 | 6.7 | 8.5 | 7.4 | 9.8 | 11.1 | 23.6 | 36.8 | 51.2 |
| YoY | 66.7 | 흑전 | (14.3) | 184.5 | 81.3 | (28.3) | 61.2 | 66.7 | 102.8 | 58.7 | 39.1 |
| OPM | 25.8 | 28.6 | 29.4 | 29.9 | 33.7 | 27.0 | 31.3 | 33.1 | 28.5 | 31.3 | 32.8 |
| 세전이익 | (5.9) | 6.0 | 6.2 | 6.9 | 8.4 | 7.6 | 9.9 | 11.2 | 13.1 | 37.2 | 50.6 |
| YoY | 적전 | 흑전 | (8.0) | 309.0 | 흑전 | 27.3 | 60.4 | 62.7 | 51.6 | 184.4 | 35.8 |
| 당기순이익 | (6.3) | 5.7 | 6.2 | 8.1 | 6.5 | 6.8 | 7.4 | 8.1 | 13.6 | 28.9 | 39.2 |
| YoY | 적전 | 흑전 | (1.8) | 441.8 | 흑전 | 18.6 | 20.6 | 1.5 | 80.2 | 112.3 | 35.8 |
| NPM | (34.5) | 28.6 | 30.0 | 36.1 | 25.7 | 24.9 | 23.7 | 24.2 | 16.7 | 24.6 | 25.1 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

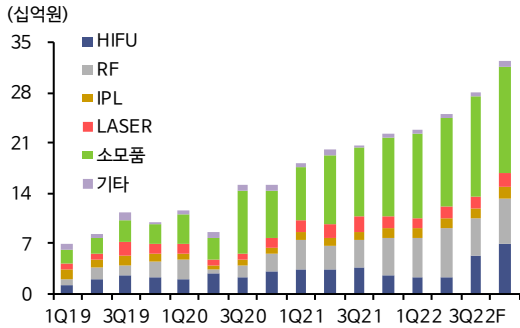


자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



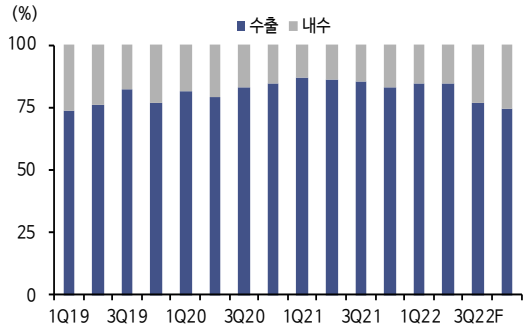
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

분기별 매출액 추이 및 전망



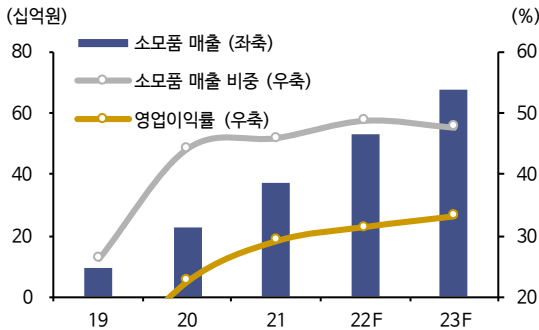
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

수출/내수 비중 추이 및 전망



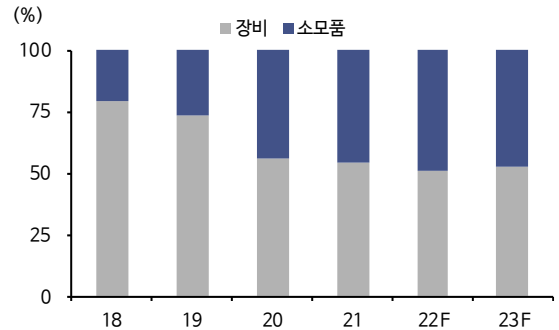
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

소모품 매출 추이 및 전망



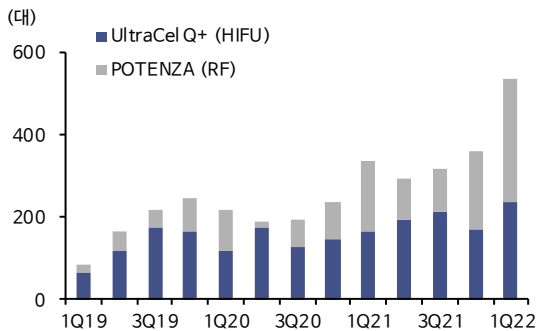
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

장비/소모품 비중 추이 및 전망



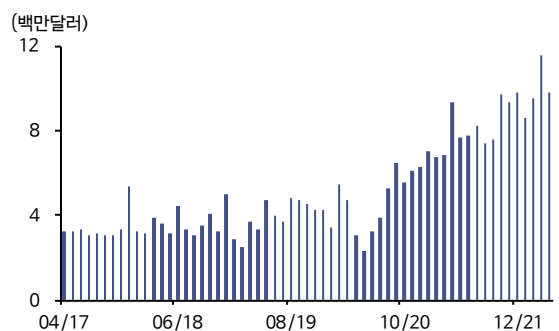
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주요 디바이스 분기별 판매량 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

미용의료기기 통관 데이터 추이



자료: Trass, 신한금융투자 / 주: 금천구 기준

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 자산총계 | 39.2 | 74.1 | 122.7 | 167.4 | 214.4 |
| 유동자산 | 28.3 | 54.2 | 98.3 | 137.0 | 188.2 |
| 현금및현금성자산 | 17.6 | 34.3 | 72.8 | 105.8 | 150.1 |
| 매출채권 | 3.3 | 6.9 | 9.3 | 11.4 | 13.8 |
| 재고자산 | 5.8 | 10.6 | 12.7 | 15.2 | 18.6 |
| 비유동자산 | 10.9 | 19.9 | 24.4 | 30.4 | 26.2 |
| 유형자산 | 8.8 | 10.8 | 14.7 | 19.9 | 16.3 |
| 무형자산 | 0.8 | 1.0 | 1.4 | 2.0 | 1.4 |
| 투자자산 | 0.7 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 22.2 | 26.4 | 31.7 | 36.5 | 34.6 |
| 유동부채 | 12.9 | 24.0 | 28.2 | 32.2 | 30.1 |
| 단기차입금 | 3.3 | 3.3 | 3.1 | 2.6 | 2.6 |
| 매입채무 | 1.3 | 2.4 | 3.0 | 3.7 | 4.5 |
| 유동성장기부채 | 1.2 | 7.4 | 7.2 | 7.1 | 0.0 |
| 비유동부채 | 9.3 | 2.4 | 3.5 | 4.3 | 4.6 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 8.2 | 1.7 | 2.5 | 3.0 | 3.0 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 17.0 | 47.7 | 91.0 | 130.9 | 179.7 |
| 자본금 | 3.0 | 7.1 | 7.1 | 7.1 | 7.1 |
| 자본잉여금 | 20.2 | 26.8 | 41.3 | 42.0 | 42.0 |
| 기타자본 | 0.3 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |
| 기타포괄이익누계액 | (0.0) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 이익잉여금 | (6.6) | 6.9 | 35.7 | 74.9 | 123.8 |
| 지배주주지분 | 17.0 | 47.1 | 90.4 | 130.3 | 179.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| *총차입금 | 12.6 | 12.4 | 12.8 | 12.7 | 5.6 |
| *순차입금(순현금) | (5.1) | (22.0) | (60.1) | (93.1) | (144.6) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 16.1 | 20.3 | 33.1 | 44.3 | 51.3 |
| 당기순이익 | 7.5 | 13.5 | 28.9 | 39.2 | 48.9 |
| 유형자산상각비 | 2.1 | 2.2 | 4.6 | 5.2 | 3.7 |
| 무형자산상각비 | 0.2 | 0.3 | 0.6 | 0.9 | 0.6 |
| 외화환산손실(이익) | 0.6 | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | 1.1 | (5.5) | (0.7) | (0.8) | (1.6) |
| (법인세납부) | (0.5) | (1.4) | (8.4) | (11.4) | (14.6) |
| 기타 | 4.8 | 11.3 | 8.1 | 11.2 | 14.3 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | (3.4) | 5.7 | (9.5) | (11.9) | 0.1 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (2.5) | (2.4) | (8.5) | (10.5) | 0.0 |
| 유형자산의감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의감소(증가) | (0.5) | (0.4) | (1.1) | (1.5) | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 0.2 | 0.7 | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 기타 | (0.6) | 7.8 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| FCF | 15.0 | 20.1 | 23.7 | 33.6 | 50.8 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (0.7) | (9.3) | 14.9 | 0.6 | (7.1) |
| 차입금의 증가(감소) | 0.2 | (0.6) | 0.4 | (0.1) | (7.1) |
| 자기주식의처분(취득) | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (0.9) | (9.0) | 14.5 | 0.7 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | (0.0) | (0.0) | 0.0 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.5) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 11.5 | 16.7 | 38.5 | 33.0 | 44.4 |
| 기초현금 | 6.1 | 17.6 | 34.3 | 72.8 | 105.8 |
| 기말현금 | 17.6 | 34.3 | 72.8 | 105.8 | 150.1 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 47.8 | 81.3 | 117.5 | 156.1 | 190.2 |
| 증감률 (%) | 30.0 | 70.0 | 44.5 | 32.9 | 21.8 |
| 매출원가 | 14.1 | 24.6 | 35.8 | 46.9 | 55.5 |
| 매출총이익 | 33.7 | 56.6 | 81.7 | 109.2 | 134.7 |
| 매출총이익률 (%) | 70.5 | 69.7 | 69.5 | 70.0 | 70.8 |
| 판매관리비 | 22.7 | 33.0 | 44.9 | 58.0 | 71.2 |
| 영업이익 | 11.0 | 23.6 | 36.8 | 51.2 | 63.5 |
| 증감률 (%) | 301.7 | 114.0 | 55.9 | 39.1 | 24.0 |
| 영업이익률 (%) | 23.1 | 29.0 | 31.3 | 32.8 | 33.4 |
| 영업외손익 | (2.8) | (10.5) | 0.4 | (0.6) | (0.0) |
| 금융손익 | (2.3) | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.3 |
| 기타영업외손익 | (0.6) | (10.7) | 0.4 | (0.7) | (0.3) |
| 종속 및 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 8.2 | 13.1 | 37.2 | 50.6 | 63.4 |
| 법인세비용 | 1.1 | (0.7) | 8.4 | 11.4 | 14.6 |
| 계속사업이익 | 7.2 | 13.8 | 28.9 | 39.2 | 48.9 |
| 중단사업이익 | 0.4 | (0.3) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 7.5 | 13.5 | 28.9 | 39.2 | 48.9 |
| 증감률 (%) | 584.5 | 78.9 | 113.9 | 35.8 | 24.6 |
| 순이익률 (%) | 15.8 | 16.6 | 24.6 | 25.1 | 25.7 |
| (지배주주)당기순이익 | 7.5 | 13.6 | 28.9 | 39.2 | 48.9 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.0 | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | 7.3 | 13.3 | 28.9 | 39.2 | 48.9 |
| (지배주주)총포괄이익 | 7.3 | 13.4 | 29.1 | 39.5 | 49.2 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.0 | (0.1) | (0.2) | (0.3) | (0.4) |
| EBITDA | 13.4 | 26.1 | 42.0 | 57.3 | 67.8 |
| 증감률 (%) | 206.9 | 95.2 | 61.1 | 36.5 | 18.2 |
| EBITDA 이익률 (%) | 27.9 | 32.1 | 35.8 | 36.7 | 35.6 |

주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 128 | 191 | 405 | 550 | 685 |
| EPS (지배순이익, 원) | 128 | 192 | 405 | 550 | 685 |
| BPS (자본총계, 원) | 240 | 668 | 1,276 | 1,836 | 2,521 |
| BPS (지배지분, 원) | 240 | 660 | 1,268 | 1,828 | 2,513 |
| DPS (원) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER (당기순이익, 배) | 34.4 | 40.8 | 20.3 | 14.9 | 12.0 |
| PER (지배순이익, 배) | 34.4 | 40.5 | 20.3 | 14.9 | 12.0 |
| PBR (자본총계, 배) | 18.3 | 11.6 | 6.4 | 4.5 | 3.3 |
| PBR (지배지분, 배) | 18.3 | 11.8 | 6.5 | 4.5 | 3.3 |
| EV/EBITDA (배) | 1.0 | 20.4 | 12.5 | 8.6 | 6.5 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 27.9 | 32.1 | 35.8 | 36.7 | 35.6 |
| 영업이익률 (%) | 23.1 | 29.0 | 31.3 | 32.8 | 33.4 |
| 순이익률 (%) | 15.8 | 16.6 | 24.6 | 25.1 | 25.7 |
| ROA (%) | 22.5 | 23.8 | 29.3 | 27.0 | 25.6 |
| ROE (지배순이익, %) | 190.6 | 42.4 | 42.0 | 35.5 | 31.6 |
| ROIC (%) | 68.6 | 113.5 | 127.9 | 136.6 | 153.5 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 130.9 | 55.4 | 34.8 | 27.9 | 19.3 |
| 순차입금비율 (%) | (30.3) | (46.1) | (66.0) | (71.2) | (80.4) |
| 현금비율 (%) | 136.2 | 142.7 | 258.2 | 328.3 | 499.2 |
| 이자보상배율 (배) | 11.2 | 60.8 | 94.4 | 129.7 | 223.8 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 8.6 | 15.5 | 14.0 | 15.6 | 15.8 |
| 재고자산회수기간 (일) | 51.2 | 36.7 | 36.1 | 32.6 | 32.4 |
| 매출채권회수기간 (일) | 30.8 | 22.9 | 25.1 | 24.1 | 24.2 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자



루트로닉

| Bloomberg Code (085370 KS) | Reuters Code (085370.KQ)

[헬스케어]

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

더 이상의 조정은 과하다



매수
(유지)



현재주가 (5월 25일)
23,300 원



목표주가
34,000 원 (유지)



상승여력
45.9%

- ◆ 하반기 계절적 성수기와 리오프닝 효과에 기반한 호실적 전망
- ◆ 2022년 매출액 및 영업이익 각각 +36%, +54% 성장 전망
- ◆ 목표주가 유지. 건조한 펀더멘탈과 상반된 투자심리



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com



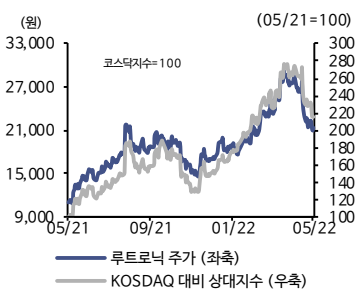
신한금융투자 기업분석부

| | |
|------|---------------|
| 투자판단 | 매수 (유지) |
| 목표주가 | 34,000 원 (유지) |
| 상승여력 | 45.9% |

| | |
|----------------|-------------------|
| KOSPI | 2,639.29p |
| KOSDAQ | 879.88p |
| 시가총액 | 563.2십억원 |
| 액면가 | 500 원 |
| 발행주식수 | 26.3백만주 |
| 유동주식수 | 20.2백만주(76.7%) |
| 52 주 최고가/최저가 | 29,350 원/10,850 원 |
| 일평균 거래량 (60 일) | 522,064 주 |
| 일평균 거래액 (60 일) | 12,885백만원 |
| 외국인 지분율 | 11.90% |
| 주요주주 | |
| 황해령 외 3 인 | 20.23% |

| | |
|-----------------|--------|
| 절대수익률 | |
| 3개월 | -0.9% |
| 6개월 | 38.1% |
| 12개월 | 89.4% |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | |
| 3개월 | -0.7% |
| 6개월 | 63.5% |
| 12개월 | 109.0% |

주가차트



하반기 계절적 성수기와 리오프닝 효과에 기반한 호실적 전망

하반기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 1,212억원(+26.1% YoY, 이하 YoY 생략), 240억원(+64.6%, OPM 19.8%)으로 추정한다. 하반기는 하절기 휴가에 기인한 시술 수요 증대, 동절기 프로모션 확대를 위한 장비 수요 증대 등에 따른 계절적 성수기인만큼 프리미엄 레이저 장비의 견조한 매출 성장이 전망된다. 또한 미국, 유럽을 포함한 선진국 중심의 코로나19 방역 정책 완화가 본격화되고 있는 만큼 이에 따른 리오프닝 효과도 예상된다.

영업이익률은 상반기 대비 0.7%p 증가하며 견조한 수준을 유지할 전망이다. 비록 원자재 가격 상승 및 공급망 이슈가 해소된 건 아니지만, 인건비와 경상개발비 등 선진국 시장 공략을 위한 주요 판매관리비 집행이 사전에 집행된 만큼 하반기 비용 증가는 일정 수준에서 통제될 것으로 예상된다.

2022년 매출액 및 영업이익 각각 +36%, +54% 성장 전망

2022년 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 2,360억원(+35.9%), 459억원(+54.1%, OPM 19.5%)으로 추정한다. 연간 기준 선진국향 매출 본격화에 기인한 최대 매출 시현이 예상된다. 호실적의 핵심인 미국향 매출액을 845억원으로 추정한다. 글로벌 Top-tier 업체 출신의 인력들로 구성된 법인 설립 효과가 본격화되고 있는 것으로 판단된다. 4월 고양시 수출입 통관 데이터는 전월대비 소폭 하락(-17%)했지만 여전히 우상향 트렌드를 유지 중이며, 글로벌 검색 엔진을 통해 확인한 미국 내 루트로닉 브랜드 검색어 유입량도 우상향을 지속 중이다. 향후 미국 현지 브랜드 마케팅 본격화에 따른 인지도 확대 및 고객 → 병원 → 고객으로 이어지는 매출 선순환 구조 강화까지 예상되는 만큼 미국향 수출 증대는 꾸준히 지속될 것으로 전망된다.

목표주가 유지. 견조한 펀더멘탈과 상반된 투자심리

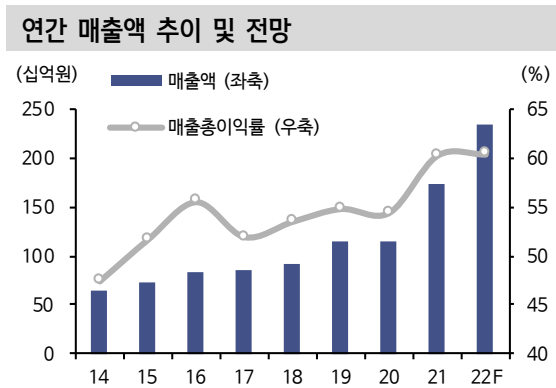
현재 루트로닉의 예상 지배주주순이익 기준 12개월 선행 PER은 14배이다. 국내 최고 수준의 매출 달성이 예상됨에도 불구하고 국내 에스테틱 Peer 대비 저평가되어 있다. 향후 1) 선진국 브랜드 마케팅 강화, 2) 체형관리 신제품 출시를 통한 제품 믹스 강화, 3) 소모품 매출 비중 증대까지 예상되는 만큼 현 주가는 매력적인 구간이라고 판단한다.

| 12월 결산 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증가율 (%) | BPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) | 순차입금비용 (%) |
|--------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2020 | 115.6 | 6.2 | (15.0) | (15.4) | (586) | 격지 | 3,695 | (16.4) | 16.2 | 2.6 | (14.6) | (31.9) |
| 2021 | 173.6 | 29.8 | 37.1 | 27.7 | 1,043 | 흑전 | 4,571 | 18.6 | 12.3 | 4.2 | 25.3 | (52.1) |
| 2022F | 236.0 | 45.9 | 49.5 | 37.1 | 1,399 | 34.1 | 5,664 | 15.3 | 9.3 | 3.8 | 27.3 | (49.8) |
| 2023F | 288.0 | 60.6 | 62.7 | 47.7 | 1,795 | 28.3 | 7,136 | 11.9 | 6.7 | 3.0 | 28.1 | (55.1) |
| 2024F | 346.7 | 77.9 | 80.2 | 60.1 | 2,265 | 26.2 | 9,258 | 9.4 | 4.8 | 2.3 | 27.6 | (54.7) |

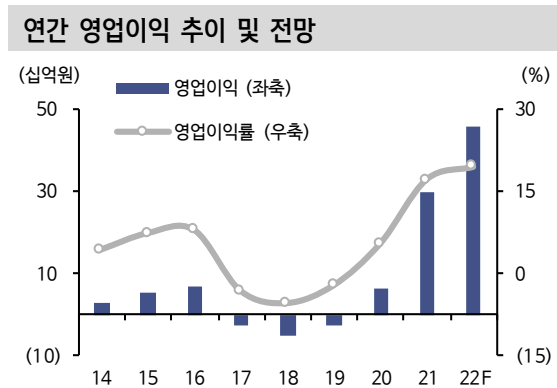
자료: 회사 자료, 신한금융투자

| 루트로닉 실적 추이 및 전망 | | | | | | | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원, %) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22F | 3Q22F | 4Q22F | 21 | 22F | 23F |
| 매출액 | 32.8 | 44.7 | 41.1 | 55.0 | 57.1 | 57.7 | 57.4 | 63.8 | 173.6 | 236.0 | 288.0 |
| YoY | 28.5 | 140.3 | 30.0 | 38.1 | 74.1 | 28.9 | 39.5 | 16.1 | 50.2 | 35.9 | 22.1 |
| 수출 | 26.9 | 40.0 | 30.5 | 46.2 | 50.0 | 49.1 | 49.8 | 54.6 | 143.5 | 203.5 | 253.8 |
| 아메리카 | 10.1 | 16.1 | 13.6 | 18.3 | 19.5 | 21.7 | 20.7 | 22.6 | 58.0 | 84.5 | 111.8 |
| 유럽 및 기타 | 9.3 | 14.1 | 10.9 | 15.5 | 22.5 | 17.8 | 20.1 | 21.8 | 49.8 | 82.2 | 102.9 |
| 아시아 | 7.5 | 9.8 | 6.0 | 12.4 | 8.0 | 9.6 | 9.0 | 10.3 | 35.7 | 36.9 | 39.1 |
| 내수 | 6.0 | 4.8 | 10.6 | 8.8 | 7.2 | 8.6 | 7.5 | 9.1 | 30.2 | 32.5 | 34.2 |
| 매출총이익 | 18.7 | 28.9 | 25.6 | 31.7 | 34.4 | 34.3 | 34.5 | 39.5 | 104.7 | 142.7 | 175.4 |
| YoY | 33.5 | 176.3 | 28.5 | 70.5 | 84.1 | 18.9 | 34.9 | 24.8 | 30.7 | 35.5 | 20.8 |
| GPM | 56.9 | 64.5 | 62.2 | 57.6 | 60.1 | 59.5 | 60.1 | 61.9 | 60.3 | 60.5 | 60.9 |
| 영업이익 | 3.2 | 12.1 | 5.6 | 8.9 | 11.4 | 10.5 | 11.2 | 12.8 | 29.8 | 45.9 | 60.6 |
| YoY | 흑전 | 흑전 | 36.2 | 23.2 | 254.1 | (12.5) | 98.1 | 43.4 | 380.2 | 54.1 | 31.8 |
| OPM | 9.8 | 26.9 | 13.7 | 16.2 | 20.0 | 18.3 | 19.5 | 20.0 | 17.2 | 19.5 | 21.0 |
| 세전이익 | 3.9 | 13.9 | 11.4 | 7.9 | 13.5 | 10.3 | 13.4 | 12.3 | 37.1 | 49.5 | 62.7 |
| YoY | 107.9 | 흑전 | 175.0 | 흑전 | 243.8 | (26.0) | 17.5 | 56.2 | 흑전 | 33.5 | 26.6 |
| 당기순이익 | 2.1 | 11.8 | 9.5 | 4.3 | 10.0 | 7.2 | 11.2 | 8.8 | 27.7 | 37.1 | 47.7 |
| YoY | 74.4 | 흑전 | 148.3 | 흑전 | 372.1 | (38.6) | 17.3 | 104.4 | 흑전 | 34.1 | 28.3 |
| NPM | 6.4 | 26.3 | 23.1 | 7.8 | 17.4 | 12.5 | 19.4 | 13.8 | 16.0 | 15.7 | 16.6 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

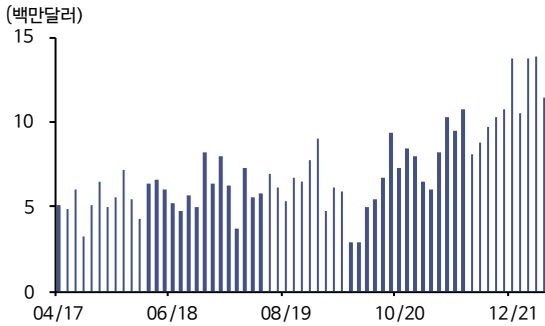


자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정



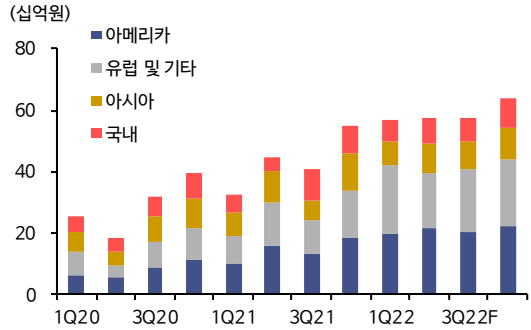
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

미용의료기기 수출액 추이



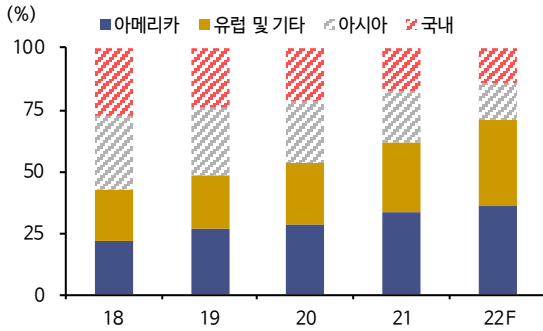
자료: Trass, 신한금융투자 / 주: 경기도 고양시 기준

분기별 매출액 추이 및 전망



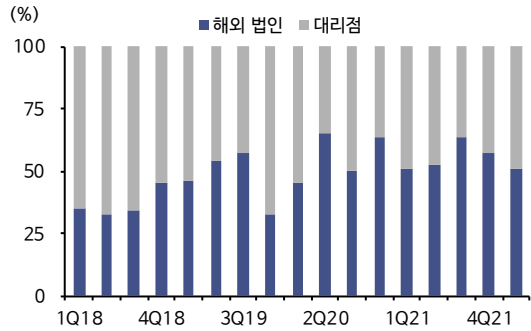
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

지역별 매출 비중 추이 및 전망



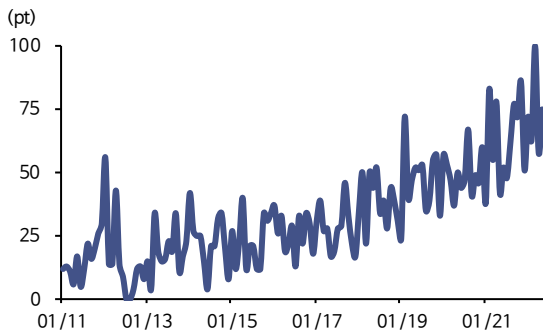
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

해외 법인 / 대리점 매출 비중 추이



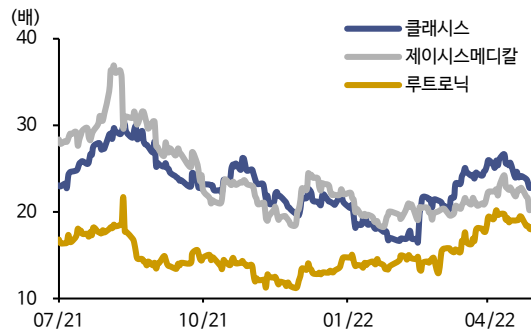
자료: 회사 자료, 신한금융투자

루트로닉 검색어 유입량 추이



자료: Google, 신한금융투자 / 주: 미국 기준

국내 미용의료기기 업체 12MF PER 변동 추이



자료: Quantwise, 신한금융투자

재무상태표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 자산총계 | 175.6 | 186.3 | 224.9 | 272.4 | 342.6 |
| 유동자산 | 126.3 | 137.3 | 164.9 | 208.8 | 257.0 |
| 현금및현금성자산 | 19.1 | 17.2 | 20.7 | 44.5 | 70.1 |
| 매출채권 | 18.3 | 29.1 | 39.6 | 48.3 | 58.1 |
| 재고자산 | 20.2 | 24.0 | 32.6 | 39.7 | 47.8 |
| 비유동자산 | 49.3 | 49.0 | 60.0 | 63.6 | 85.6 |
| 유형자산 | 34.3 | 32.8 | 45.2 | 49.7 | 70.2 |
| 무형자산 | 10.0 | 7.5 | 6.2 | 5.3 | 6.7 |
| 투자자산 | 2.1 | 5.2 | 5.2 | 5.2 | 5.3 |
| 기타금융투자자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채총계 | 78.6 | 64.8 | 74.4 | 82.8 | 96.6 |
| 유동부채 | 64.7 | 56.6 | 65.2 | 72.9 | 85.3 |
| 단기차입금 | 42.9 | 7.0 | 3.9 | 2.0 | 1.3 |
| 매입채무 | 4.7 | 8.3 | 8.1 | 7.3 | 8.8 |
| 유동성장기부채 | 1.1 | 6.1 | 5.4 | 5.2 | 4.9 |
| 비유동부채 | 13.9 | 8.3 | 9.2 | 9.9 | 11.3 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금(장기금융부채 포함) | 9.5 | 3.5 | 2.7 | 2.0 | 1.8 |
| 기타금융투자부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 97.1 | 121.4 | 150.5 | 189.6 | 245.9 |
| 자본금 | 13.2 | 13.3 | 13.3 | 13.3 | 13.3 |
| 자본잉여금 | 91.7 | 91.6 | 88.5 | 84.8 | 85.9 |
| 기타자본 | (3.8) | (3.8) | (3.8) | (3.8) | (3.8) |
| 기타포괄이익누계액 | 0.8 | (2.4) | (2.4) | (2.4) | (2.4) |
| 이익잉여금 | (4.4) | 22.6 | 54.9 | 97.6 | 152.9 |
| 지배주주지분 | 97.6 | 121.3 | 150.4 | 189.5 | 245.8 |
| 비지배주주지분 | (0.5) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| *총차입금 | 54.5 | 17.7 | 13.5 | 11.0 | 10.2 |
| *순차입금(순현금) | (31.0) | (63.3) | (75.0) | (104.4) | (134.5) |

현금흐름표

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 12.8 | 36.0 | 38.4 | 50.5 | 68.0 |
| 당기순이익 | (15.4) | 27.7 | 37.1 | 47.7 | 60.1 |
| 유형자산상각비 | 4.3 | 4.5 | 5.8 | 7.4 | 11.3 |
| 무형자산상각비 | 3.4 | 2.4 | 1.8 | 1.4 | 1.0 |
| 외환환산손실(이익) | 4.5 | (4.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자산처분손실(이익) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본변동 | 0.1 | (5.0) | (6.4) | (5.9) | (4.4) |
| (법인세납부) | (3.2) | (1.8) | (12.4) | (15.1) | (20.0) |
| 기타 | 18.6 | 12.2 | 12.5 | 15.0 | 20.0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | 12.6 | (2.0) | (22.5) | (15.7) | (37.8) |
| 유형자산의증가(CAPEX) | (1.2) | (2.1) | (18.1) | (19.1) | (31.8) |
| 유형자산의감소 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 7.1 | 0.0 |
| 무형자산의증가(증가) | (2.7) | (0.1) | (0.5) | (0.5) | (2.4) |
| 투자자산의감소(증가) | 5.8 | (11.3) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 기타 | 10.4 | 11.3 | (3.9) | (3.2) | (3.6) |
| FCF | 22.9 | 33.8 | 15.3 | 27.9 | 32.4 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | (13.3) | (38.4) | (12.4) | (11.1) | (4.6) |
| 차입금의 증가(감소) | (9.5) | (37.1) | (4.2) | (2.5) | (0.8) |
| 자기주식의처분(취득) | 2.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금 | (0.1) | 0.0 | (5.0) | (4.9) | (4.9) |
| 기타 | (6.1) | (1.3) | (3.2) | (3.7) | 1.1 |
| 기타현금흐름 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 연결범위변동으로인한현금의증가 | (0.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 환율변동효과 | (0.6) | 2.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가(감소) | 10.8 | (1.9) | 3.6 | 23.8 | 25.6 |
| 기초현금 | 8.2 | 19.1 | 17.2 | 20.7 | 44.5 |
| 기말현금 | 19.1 | 17.2 | 20.7 | 44.5 | 70.1 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

| 12월 결산 (십억원) | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 115.6 | 173.6 | 236.0 | 288.0 | 346.7 |
| 증감률 (%) | 0.3 | 50.3 | 35.9 | 22.1 | 20.4 |
| 매출원가 | 52.7 | 68.8 | 93.3 | 112.7 | 133.0 |
| 매출총이익 | 62.9 | 104.9 | 142.7 | 175.4 | 213.8 |
| 매출총이익률 (%) | 54.4 | 60.4 | 60.5 | 60.9 | 61.6 |
| 판매관리비 | 56.7 | 75.1 | 96.7 | 114.8 | 135.8 |
| 영업이익 | 6.2 | 29.8 | 45.9 | 60.6 | 77.9 |
| 증감률 (%) | 혹전 | 379.7 | 54.2 | 31.8 | 28.7 |
| 영업이익률 (%) | 5.4 | 17.2 | 19.5 | 21.0 | 22.5 |
| 영업외손익 | (21.2) | 7.3 | 3.6 | 2.2 | 2.3 |
| 금융손익 | (0.7) | (0.1) | (0.5) | (0.1) | (0.1) |
| 기타영업외손익 | (20.5) | 7.4 | 4.1 | 2.3 | 2.4 |
| 종속 및 관계기업관련손익 | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 세전계속사업이익 | (15.0) | 37.1 | 49.5 | 62.7 | 80.2 |
| 법인세비용 | 0.4 | 9.4 | 12.4 | 15.1 | 20.0 |
| 계속사업이익 | (15.4) | 27.7 | 37.1 | 47.7 | 60.1 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | (15.4) | 27.7 | 37.1 | 47.7 | 60.1 |
| 증감률 (%) | 적지 | 혹전 | 34.2 | 28.3 | 26.2 |
| 순이익률 (%) | (13.3) | 15.9 | 15.7 | 16.5 | 17.3 |
| (지배주주)당기순이익 | (15.4) | 27.7 | 37.1 | 47.7 | 60.1 |
| (비지배주주)당기순이익 | 0.1 | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | (14.8) | 23.8 | 37.1 | 47.7 | 60.1 |
| (지배주주)총포괄이익 | (14.9) | 23.8 | 37.2 | 47.7 | 60.2 |
| (비지배주주)총포괄이익 | 0.1 | (0.0) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| EBITDA | 13.9 | 36.7 | 53.6 | 69.4 | 90.2 |
| 증감률 (%) | 122.1 | 164.0 | 45.9 | 29.5 | 30.1 |
| EBITDA 이익률 (%) | 12.0 | 21.1 | 22.7 | 24.1 | 26.0 |

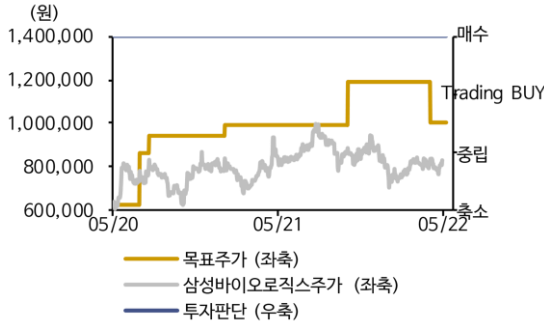
주요 투자지표

| 12월 결산 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | (583) | 1,042 | 1,399 | 1,795 | 2,265 |
| EPS (지배순이익, 원) | (586) | 1,043 | 1,399 | 1,795 | 2,265 |
| BPS (자본총계, 원) | 3,678 | 4,577 | 5,669 | 7,141 | 9,263 |
| BPS (지배지분, 원) | 3,695 | 4,571 | 5,664 | 7,136 | 9,258 |
| DPS (원) | 0 | 192 | 192 | 192 | 192 |
| PER (당기순이익, 배) | (16.5) | 18.6 | 15.3 | 11.9 | 9.4 |
| PER (지배순이익, 배) | (16.4) | 18.6 | 15.3 | 11.9 | 9.4 |
| PBR (자본총계, 배) | 2.6 | 4.2 | 3.8 | 3.0 | 2.3 |
| PBR (지배지분, 배) | 2.6 | 4.2 | 3.8 | 3.0 | 2.3 |
| EV/EBITDA (배) | 16.2 | 12.3 | 9.3 | 6.7 | 4.8 |
| 배당성향 (%) | 0.0 | 17.9 | 13.2 | 10.3 | 8.1 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 수익성 | | | | | |
| EBITDA 이익률 (%) | 12.0 | 21.1 | 22.7 | 24.1 | 26.0 |
| 영업이익률 (%) | 5.4 | 17.2 | 19.5 | 21.0 | 22.5 |
| 순이익률 (%) | (13.3) | 15.9 | 15.7 | 16.5 | 17.3 |
| ROA (%) | (8.1) | 15.3 | 18.1 | 19.2 | 19.6 |
| ROE (지배순이익, %) | (14.6) | 25.3 | 27.3 | 28.1 | 27.6 |
| ROIC (%) | 8.2 | 35.1 | 52.4 | 56.6 | 57.7 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 (%) | 80.9 | 53.4 | 49.4 | 43.7 | 39.3 |
| 순차입금비율 (%) | (31.9) | (52.1) | (49.8) | (55.1) | (54.7) |
| 현금비율 (%) | 29.5 | 30.3 | 31.8 | 61.0 | 82.2 |
| 이자보상배율 (배) | 4.2 | 32.8 | 117.1 | 196.6 | 292.9 |
| 활동성 | | | | | |
| 순운전자본회전율 (회) | 4.2 | 9.2 | 11.9 | 10.2 | 9.8 |
| 재고자산회수기간 (일) | 77.4 | 46.4 | 43.7 | 45.8 | 46.1 |
| 매출채권회수기간 (일) | 53.5 | 49.8 | 53.1 | 55.7 | 56.0 |

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자 의견 및 목표주가 추이

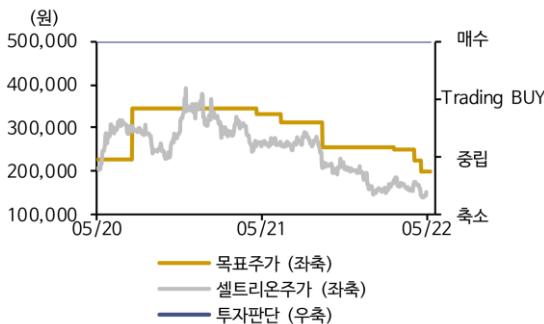
삼성바이오로직스 (207940)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-04-21 | 매수 | 622,627 | 9.2 | 31.1 |
| 2020-07-22 | 매수 | 859,818 | (12.7) | (7.6) |
| 2020-08-12 | 매수 | 938,882 | (19.0) | (7.4) |
| 2021-01-27 | 매수 | 988,297 | (19.0) | (5.2) |
| 2021-07-28 | 6개월경과 | | (8.6) | 1.2 |
| 2021-10-27 | 매수 | 1,185,956 | (30.4) | (20.2) |
| 2022-04-28 | 6개월경과 | | - | - |
| 2022-04-28 | 매수 | 1,000,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

셀트리온 (068270)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-05-11 | 매수 | 226,499 | 19.4 | 40.0 |
| 2020-08-10 | 매수 | 346,977 | (13.8) | 12.1 |
| 2021-02-11 | 6개월경과 | | (16.0) | (5.8) |
| 2021-05-13 | 매수 | 333,704 | (20.6) | (17.2) |
| 2021-07-06 | 매수 | 314,074 | (15.5) | (8.0) |
| 2021-10-06 | 매수 | 255,185 | (25.4) | (10.4) |
| 2022-03-14 | 매수 | 250,000 | (32.8) | (25.4) |
| 2022-04-28 | 매수 | 224,000 | (25.4) | (21.4) |
| 2022-05-13 | 매수 | 198,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

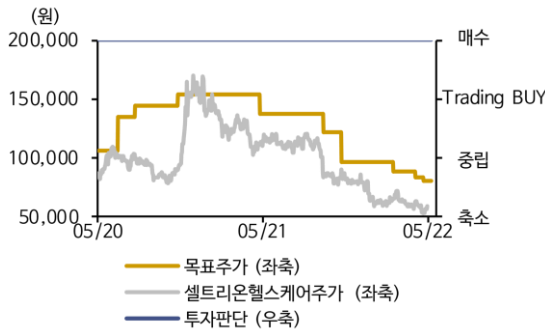
SK바이오사이언스 (302440)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-09-15 | 매수 | 350,000 | (33.6) | (19.1) |
| 2022-02-08 | 매수 | 270,000 | (44.8) | (39.4) |
| 2022-04-04 | 매수 | 185,000 | (25.3) | (16.2) |
| 2022-05-02 | 매수 | 180,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

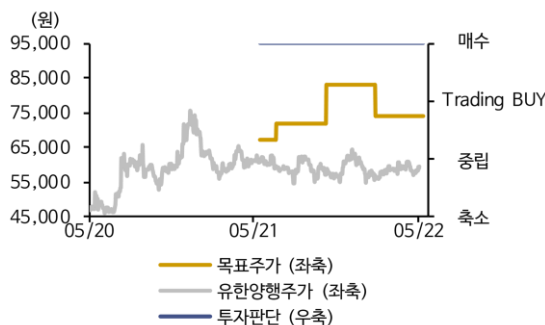
셀트리온헬스케어 (091990)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-05-18 | 매수 | 105,803 | (8.2) | 4.3 |
| 2020-07-07 | 매수 | 134,659 | (26.3) | (22.6) |
| 2020-08-14 | 매수 | 144,277 | (37.6) | (30.5) |
| 2020-11-17 | 매수 | 153,896 | (14.0) | 10.6 |
| 2021-05-18 | 매수 | 137,311 | (17.2) | (11.6) |
| 2021-10-06 | 매수 | 121,618 | (30.5) | (27.7) |
| 2021-11-15 | 매수 | 96,118 | (23.5) | (7.6) |
| 2022-03-10 | 매수 | 88,000 | (27.2) | (17.2) |
| 2022-04-28 | 매수 | 83,000 | (27.7) | (22.7) |
| 2022-05-16 | 매수 | 80,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

유한양행 (000100)

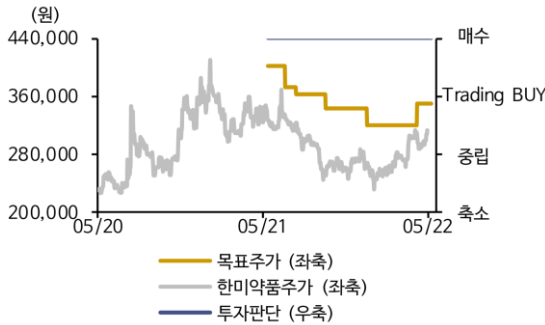


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2021-06-08 | 매수 | 66,993 | (8.8) | (6.1) |
| 2021-07-14 | 매수 | 71,778 | (17.6) | (12.8) |
| 2021-11-01 | 매수 | 83,262 | (29.0) | (22.4) |
| 2022-02-17 | 매수 | 74,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

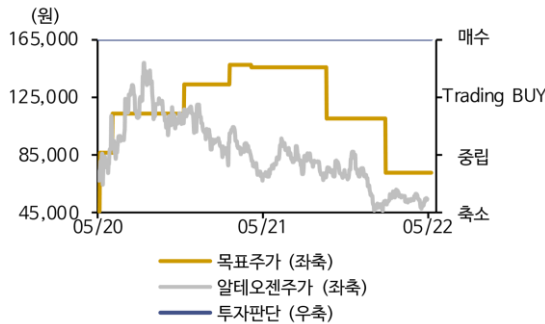
한미약품 (128940)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2021-06-08 | 매수 | 402,184 | (18.2) | (7.9) |
| 2021-07-16 | 매수 | 372,755 | (13.9) | (12.4) |
| 2021-08-09 | 매수 | 362,946 | (19.9) | (12.8) |
| 2021-10-13 | 매수 | 343,327 | (22.1) | (16.1) |
| 2022-01-12 | 매수 | 320,000 | (15.1) | (1.7) |
| 2022-05-02 | 매수 | 350,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

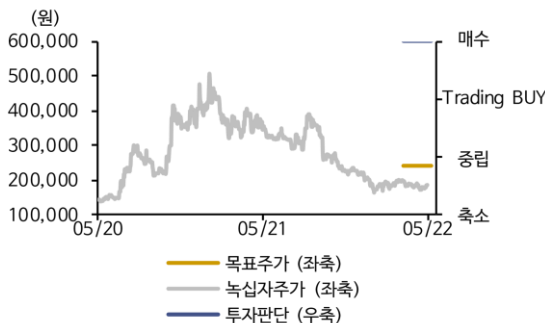
알테오젠 (196170)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-05-06 | 매수 | 46,682 | 30.6 | 57.4 |
| 2020-05-28 | 매수 | 86,695 | (3.6) | 29.0 |
| 2020-06-25 | 매수 | 113,370 | 2.6 | 31.3 |
| 2020-11-06 | 매수 | 113,333 | (4.1) | 0.4 |
| 2020-12-01 | 매수 | 133,333 | (24.2) | (10.1) |
| 2021-03-12 | 매수 | 146,667 | (36.9) | (28.9) |
| 2021-04-29 | 매수 | 145,000 | (45.1) | (33.6) |
| 2021-10-13 | 매수 | 110,000 | (37.6) | (20.8) |
| 2022-02-21 | 매수 | 73,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

녹십자 (006280)

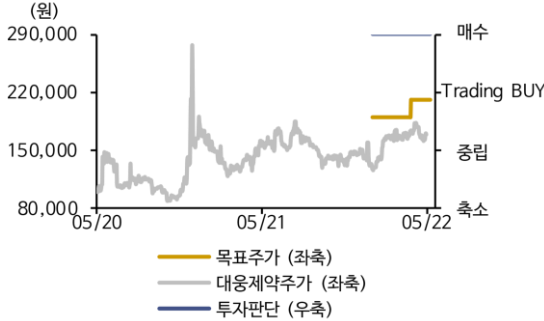


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2022-03-31 | 매수 | 240,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

대웅제약 (069620)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2022-01-24 | 매수 | 190,000 | (16.0) | (7.9) |
| 2022-04-20 | 매수 | 210,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

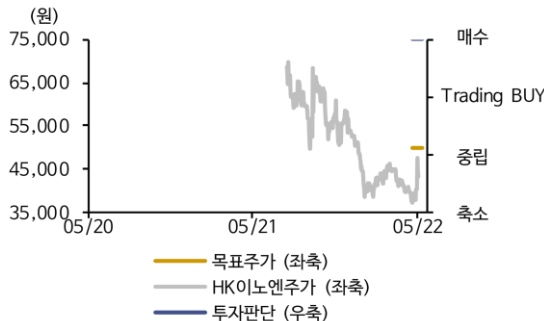
에스티팜 (237690)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-11-03 | 매수 | 120,000 | (19.5) | 5.5 |
| 2021-12-02 | 매수 | 160,000 | (29.3) | (9.7) |
| 2022-04-13 | 매수 | 140,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

HK이노엔 (195940)

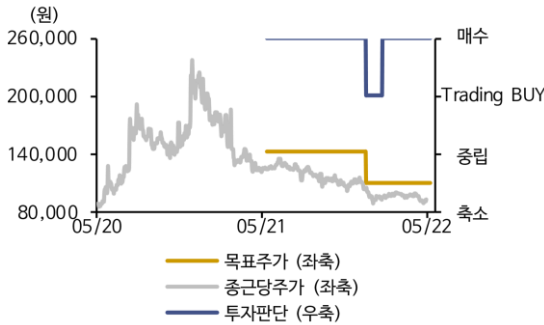


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022-05-12 | 매수 | 50,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

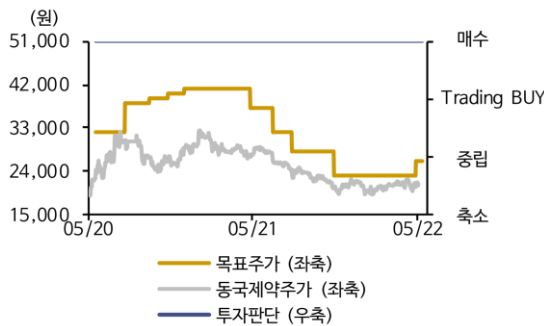
종근당 (185750)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 카바리지제외 | - | - |
| 2021-06-08 | 매수 | 143,182 | (16.7) | (5.7) |
| 2021-12-09 | | 6개월경과 | (23.3) | (19.3) |
| 2022-01-12 | Trading BUY | 110,000 | (13.3) | (6.8) |
| 2022-02-17 | 매수 | 110,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

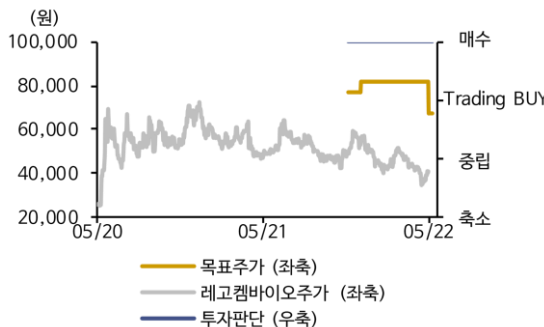
동국제약 (086450)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-06-10 | 매수 | 32,000 | (15.0) | 0.5 |
| 2020-08-14 | 매수 | 38,000 | (23.3) | (17.4) |
| 2020-10-07 | 매수 | 39,000 | (34.4) | (30.3) |
| 2020-11-17 | 매수 | 40,000 | (34.0) | (28.1) |
| 2020-12-23 | 매수 | 41,000 | (28.9) | (20.9) |
| 2021-05-18 | 매수 | 37,000 | (23.6) | (21.4) |
| 2021-07-07 | 매수 | 32,000 | (19.8) | (18.1) |
| 2021-08-18 | 매수 | 28,000 | (17.5) | (11.1) |
| 2021-11-19 | 매수 | 23,000 | (8.1) | (2.0) |
| 2022-05-19 | 매수 | 26,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

레고캠바이오 (141080)

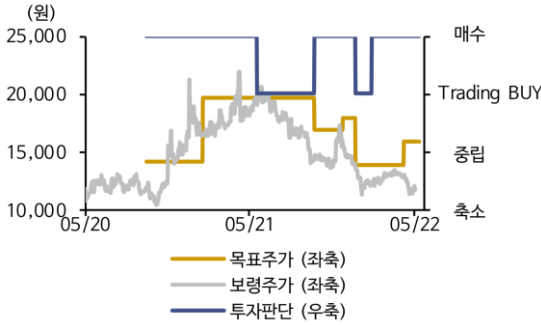


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|---------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021년 11월 29일 | 매수 | 77,000 | (28.8) | (23.1) |
| 2021년 12월 27일 | 매수 | 82,000 | (44.6) | (30.4) |
| 2022년 05월 25일 | 매수 | 67,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

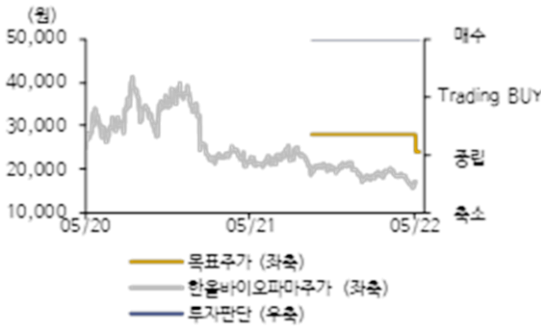
보령 (003850)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-10-06 | 매수 | 14,286 | 1.1 | 48.4 |
| 2021-02-08 | 매수 | 19,722 | (8.5) | 11.3 |
| 2021-06-08 | Trading BUY | 19,722 | (9.4) | 4.8 |
| 2021-10-13 | 매수 | 17,000 | (13.0) | 2.1 |
| 2021-12-15 | 매수 | 18,000 | (18.5) | (12.2) |
| 2022-01-12 | Trading BUY | 14,000 | (10.1) | (1.4) |
| 2022-02-17 | 매수 | 14,000 | (7.5) | (3.6) |
| 2022-04-29 | 매수 | 16,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

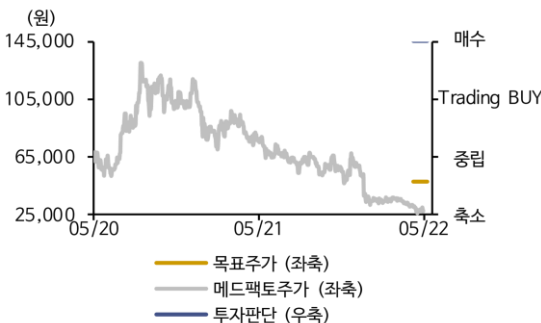
한울바이오파마 (009420)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|---------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021년 10월 07일 | 매수 | 28,000 | (29.6) | (23.0) |
| 2022년 04월 08일 | 6개월경과 | | (36.9) | (32.5) |
| 2022년 05월 25일 | 매수 | 24,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

메드팩토 (235980)

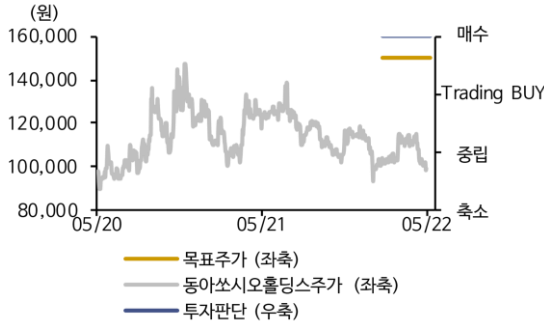


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022-05-04 | 매수 | 48,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

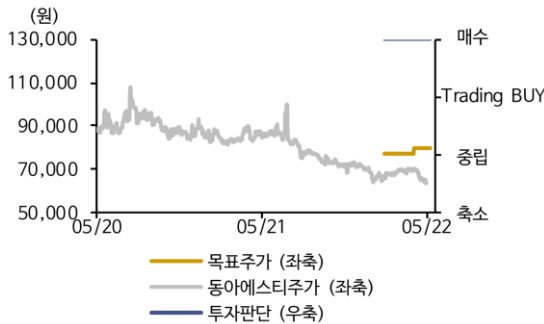
동아쏘시오홀딩스 (000640)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022-02-15 | 매수 | 150,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

동아에스티 (170900)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2022-02-23 | 매수 | 77,000 | (10.6) | (8.7) |
| 2022-04-28 | 매수 | 80,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

바이넥스 (053030)

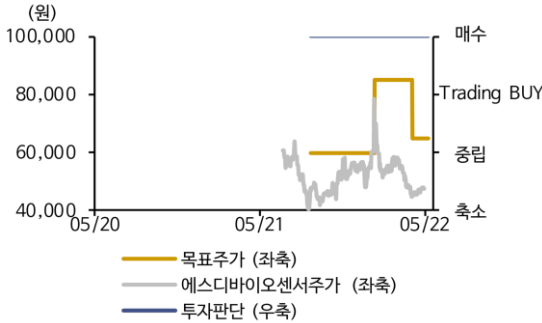


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-10-28 | 매수 | 29,000 | (47.3) | (42.8) |
| 2022-01-18 | 매수 | 24,000 | (38.8) | (28.1) |
| 2022-05-16 | 매수 | 20,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

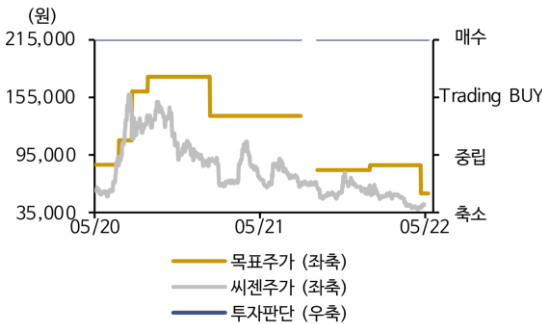
에스디바이오센서 (137310)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-09-14 | 매수 | 60,000 | (14.9) | 0.8 |
| 2022-02-03 | 매수 | 85,000 | (35.3) | (17.4) |
| 2022-04-28 | 매수 | 65,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

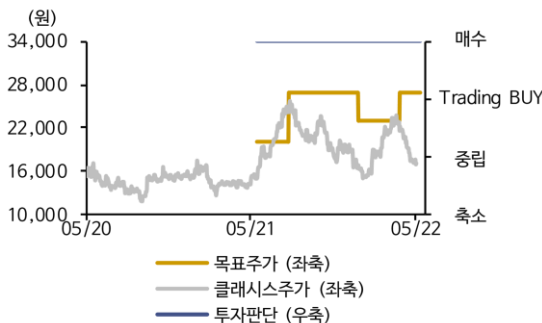
씨젠 (096530)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2020-05-25 | 매수 | 85,436 | (28.2) | 7.8 |
| 2020-07-16 | 매수 | 110,564 | 12.8 | 41.9 |
| 2020-08-14 | 매수 | 160,821 | (22.3) | (15.9) |
| 2020-09-18 | 매수 | 175,897 | (36.9) | (15.1) |
| 2021-02-03 | 매수 | 135,692 | (43.8) | (20.3) |
| 2021-08-24 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2021-09-29 | 매수 | 80,000 | (27.2) | (5.4) |
| 2022-01-24 | 매수 | 85,000 | (42.7) | (25.5) |
| 2022-05-17 | 매수 | 56,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

클래시스 (214150)

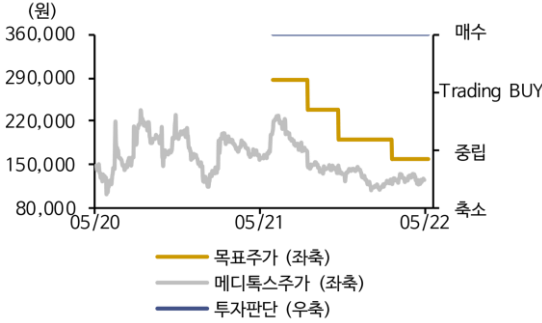


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-06-08 | 매수 | 20,000 | 2.2 | 24.5 |
| 2021-08-17 | 매수 | 27,000 | (23.9) | (5.0) |
| 2022-01-17 | 매수 | 23,000 | (16.1) | 3.0 |
| 2022-04-18 | 매수 | 27,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

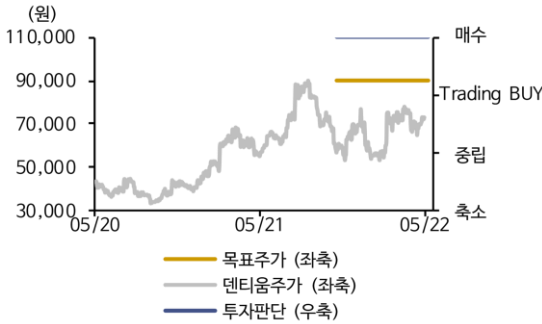
메디톡스 (086900)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2020-01-10 | | 커버리지제외 | - | - |
| 2021-06-24 | 매수 | 286,839 | (31.2) | (19.9) |
| 2021-09-09 | 매수 | 239,032 | (38.6) | (34.9) |
| 2021-11-16 | 매수 | 191,226 | (31.9) | (22.5) |
| 2022-03-14 | 매수 | 160,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

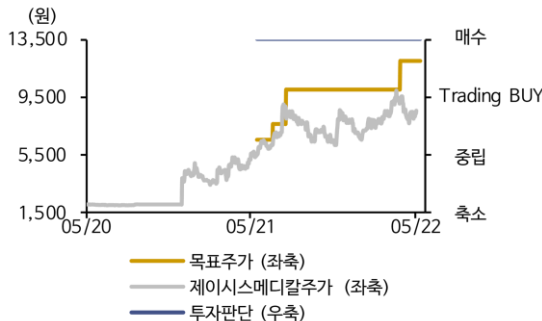
덴티움 (145720)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-11-10 | 매수 | 90,000 | (27.0) | (13.0) |
| 2022-05-11 | 6개월경과 | | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

제이시스메디칼 (287410)

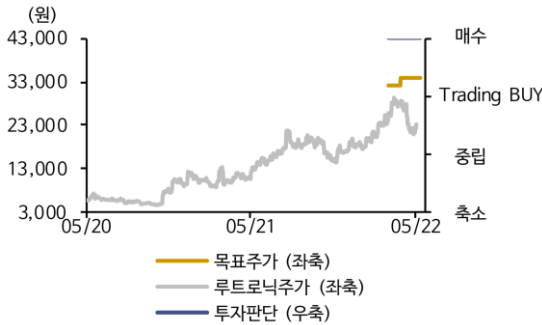


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-06-08 | 매수 | 6,500 | (5.0) | 0.6 |
| 2021-07-13 | 매수 | 7,600 | (0.3) | 18.9 |
| 2021-08-11 | 매수 | 10,000 | (25.8) | (13.7) |
| 2022-02-12 | 6개월경과 | | (15.9) | 0.0 |
| 2022-04-19 | 매수 | 12,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

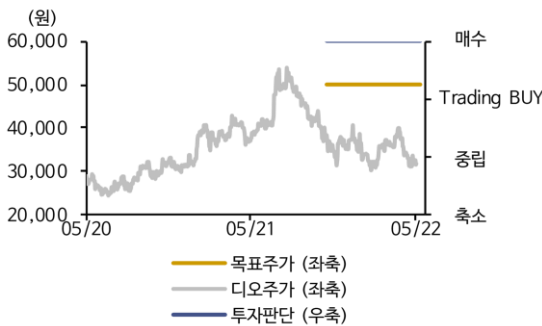
루트로닉 (085370)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|--------------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022-03-24 | 매수 | 32,000 | (14.2) | (8.3) |
| 2022-04-20 | 매수 | 34,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

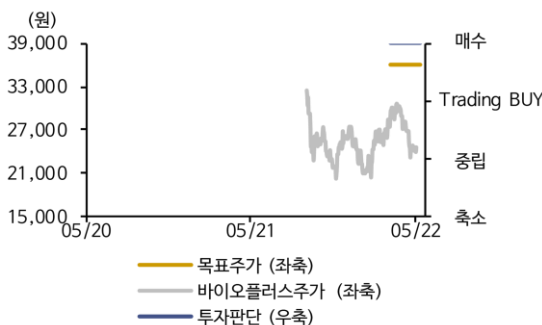
디오 (039840)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|--------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-11-10 | 매수 | 50,000 | (29.2) | (18.7) |
| 2022-05-11 | 6개월경과 | | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

바이오플러스 (099430)

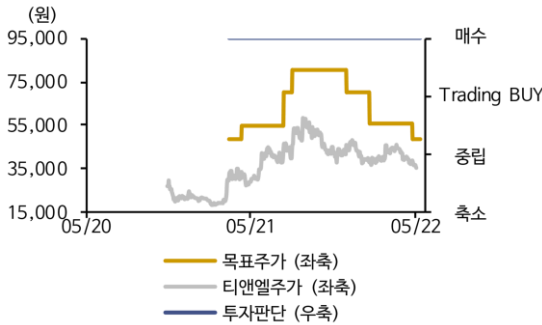


| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|--------------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022-03-31 | 매수 | 36,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

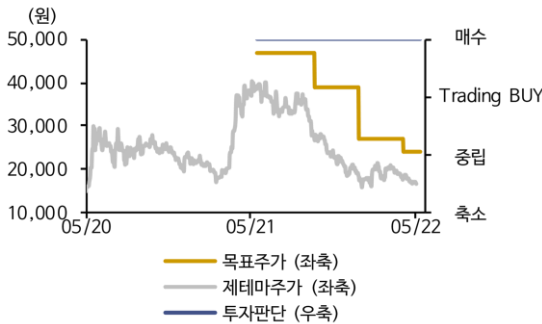
티앤엘 (340570)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-04-05 | 매수 | 49,000 | (34.8) | (28.6) |
| 2021-05-03 | 매수 | 55,000 | (37.6) | (18.4) |
| 2021-07-06 | 매수 | 55,000 | (27.0) | (22.3) |
| 2021-08-04 | 매수 | 70,000 | (36.9) | (33.3) |
| 2021-08-23 | 매수 | 80,000 | (40.6) | (27.1) |
| 2021-12-21 | 매수 | 70,000 | (39.0) | (31.2) |
| 2022-02-10 | 매수 | 56,000 | (26.8) | (17.9) |
| 2022-05-16 | 매수 | 49,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

제테마 (216080)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2021-06-08 | 매수 | 47,000 | (25.8) | (15.0) |
| 2021-10-13 | 매수 | 39,000 | (41.1) | (27.8) |
| 2022-01-18 | 매수 | 27,000 | (29.8) | (20.4) |
| 2022-04-26 | 매수 | 24,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

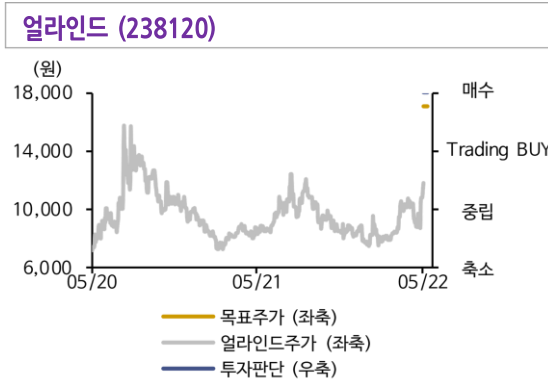
휴비츠 (065510)



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|------------|-------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022-05-10 | 매수 | 14,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표 주가 (원) | 과리율 (%) | |
|---------------|--------|-----------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2019년 06월 27일 | 커버리지제외 | | - | - |
| 2022년 05월 25일 | 매수 | 17,000 | - | - |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성사: 이동건, 강세훈, 정재원, 원재희)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 셀트리온을 기초자산으로 E/W가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시장에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

| 종목 | 섹터 |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 | <ul style="list-style-type: none"> 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 |

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2022년 5월 23일 기준)

| | | | | | | | |
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|
| 매수 (매수) | 97.12% | Trading BUY (중립) | 1.65% | 중립 (중립) | 1.23% | 축소 (매도) | 0.00% |
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|