

제약/바이오 (비중확대)

개발과 생산을 넘어 상업화로 도약

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com



CONTENTS

[요약]	03p
I. 상업화 (Commercialization)	07p
II. 생산 (Manufacture)	17p
III. 개발 (Development)	26p
종목 분석	
삼성바이오로직스 (207940) Top picks	59p
SK바이오팜 (326030) Top picks	61p
종근당 (185750) Top picks	63p



[요약] 개발과 생산을 넘어 상업화로 도약

한국 제약/바이오 섹터는 크게 3번의 성장기를 거쳤다. 15년 한미약품의 대규모 기술수출, 17년 셀트리온의 바이오시밀러 유럽 시장 침투, 20년 삼성바이오로직스의 항체 CMO 대규모 수주 등이다. 해당 구간에 업체들은 실적으로써 새로운 비즈니스 가능성을 증명했다. 이제 국산 신약의 **개발과 생산을 넘어 '상업화'까지 아우르는 단계로 도약**하고 있다. SK바이오팜의 엑스코프리, 유한양행의 라즈클루즈, 셀트리온의 짐펜트라 등은 미국 시장에서 판매되고 있는 국산 신약이다. 25년은 상업화 신약들의 글로벌 성과 가속화 시기라는 판단이다.

우리의 탑픽은 SK바이오팜, 삼성바이오로직스, 종근당이다. **SK바이오팜**은 엑스코프리 미국 직판을 기반으로 본격적인 영업 레버리지 구간에 진입했다. 4Q23 부터 분기 실적 흑자 기조가 지속되고 있다. 엑스코프리의 고성장, 90% 중반 대 매출총이익률과 판관비의 제한적인 성장으로 매 분기 최대 실적을 경신해 나갈 것으로 예상된다. 엑스코프리와의 시너지를 낼 만한 2nd Product는 빠르면 내년 초 도입 가능성이 있다. **삼성바이오로직스**가 영위하는 항체 CMO 비즈니스 업황은 빅파마들의 항체 아웃소싱 증가로 호황, CDO 업황은 바이오텍 자금조달 개선으로 회복되고 있다. 지난 1.4조원 및 1.7조원 규모의 수주 실적 외에도 대규모 수주 가능성이 있다. 5공장 가동을 앞둔 선수주가 기대되는 상황이다. 미국 생물보안법 제정에 따른 중장기적 수혜도 기대할 수 있다. **종근당**은 국내 상위 제약사 피어그룹 대비 상당히 저평가되어 있다. 노바티스의 CKD-510 임상2상 적응증 등 개발계획이 1H25 공개될 것으로 예상되며 저평가 요인이 해소될 것으로 예상된다.

상업화에서 기대할 만한 아이템은 SK바이오팜의 엑스코프리, 유한양행의 라즈클루즈, 셀트리온의 짐펜트라 등이다. **유한양행**의 라즈클루즈는 아미반타입 병용요법으로 FDA 허가를 획득했다. 파트너 J&J는 1차 치료제 침투율 50%를 타겟하고 있다. 침투 속도에 중요한 아미반타입 SC 제형 허가는 25년 2월, 침투율 상승에 중요한 전체 생존기간 데이터는 1H25에 발표될 것으로 예상된다. **SK바이오팜**의 엑스코프리는 뇌전증 전문의를 넘어 일반 신경 전문의로 침투를 확대하며 처방이 증가하고 있다. 현재 허가 적응증인 부분 발작을 넘어 전신 발작 및 연령 적응증 확대 임상을 진행중이고, 미국 외 지역 파트너들의 임상 개발도 순항 중이다. **셀트리온**의 짐펜트라는 미국 3대 PBM 등재를 완료함으로써 90%의 PBM커버리지를 달성했고, 대형 도매상 뿐만 아니라 중소 도매상과의 계약도 체결 중이다. PBM 등재 이후 보험사 환급이 개시되기까지 시간이 걸리기에 4Q24부터 본격적인 매출 발생을 기대해 볼 수 있다.

생산에서 기대할 만한 내용은 파마들의 아웃소싱과 미국 생물보안법이다. 파마들은 Next Modality(cell, gene, peptide, oligo 등) 인하우스 캐파를 확장 중이다. 대규모 항체 인하우스 아웃소싱 생산 비율은 23년 61:39 수준에서 28년 52:48까지 확대될 전망이다. 생물보안법은 하원을 통과했고, 상원 통과를 기다리고 있다. 초당적인 지지로 법안 제정가능성이 높다. 법안이 실행될 경우 중국의 Wuxi AppTec 및 Wuxi Biologics의 미국 비즈니스가 제한된다. Wuxi AppTec의 23년 미국 지역 매출액은 약 4.8조원, Wuxi Biologics는 1.5조원 수준이다. cGMP 인증 등 기존 트랙레코드를 보유하고 있는 CDMO 업체들의 수혜가 기대된다. 항체 모달리티에서 다수의 빅파마를 고객사로 보유하고 있는 **삼성바이오로직스**, RNA API 빅파마 고객사를 보유하고 있는 **에스티팜** 등의 수혜에 주목할 필요가 있다.

[요약] 개발과 생산을 넘어 상업화로 도약

개발에서 적응증 별로 주목할 만한 업체로

항암 부문에서 키트루다 SC 제형 변경 계약과 엔허투 SC 제형 변경 계약을 체결한 **알테오젠**, 존슨앤존슨 TROP2 ADC, 오노약품공업 L1CAM ADC 등 다수의 기술수출 레코드를 보유한 **리가캠바이오** 등이다. 알테오젠은 머크의 키트루다 SC 임상3상이 성공했고 4Q24/1Q25 허가 신청, 2H25 허가 가능성이 있다. 다이이찌산쿄의 HER2 ADC SC 임상1상은 1Q25에 진입할 예정이다. 이외에도 5~6개 업체와 MTA 계약을 체결해 추가 기술이전 가능성을 기대해 볼 수 있다. 리가캠바이오는 존슨앤존슨 TROP2 ADC 임상1상 중이고 3Q25 첫 번째 데이터 발표가능성이 있다. 포순 HER2 ADC는 1H25 중국 허가 신청 가능성이 있다. L1CAM ADC 임상1상 진입은 4Q25로 예상된다. 이외에도 전임상 단계 아이템과 플랫폼 기술 이전 가능성을 기대해 볼 수 있다.

염증/면역 부문에서 FcRn best-in-class 가능성이 있는 IMVT-1402 원개발사 **한올바이오파마**, IgE 결합능이 졸레어보다 뛰어난 YH35324/GI-301을 개발중인 **유한양행/지아이이노베이션** 등이다. 한올바이오파마의 파트너 이뮤노반트는 IMVT-1402의 첫 번째 허가를 위한 임상(그레이브스병(GD)) 진입이 올해 말까지 예정되어 있고, 2~5개의 적응증 허가를 위한 임상시험 진입이 1Q25까지 예정되어 있다. Batoclimab의 중증근무력증(MG) 3상 데이터와 다발성신경병증(CIDP) 2b상 데이터도 1Q25내에 발표될 예정이다. IgE 저해제 YH35324/GI301 다회투여 임상1b상 데이터가 25년 2월 발표될 예정이다. IgE 항체 블록버스터 졸레어 대비 IgE 감소 레벨과 만성특발성 두드러기의 허가를 위한 임상시험의 주요 평가변수인 두드러기증상평가지표(UAS7)에 대한 데이터도 발표될 예정이다.

중추신경 부문에서 IGF1R 기반 BBB 셔들을 보유한 **에이비엘바이오** 등이다. 작년 12월부터 로슈는 TfR 기반 BBB 투과 플랫폼 브레인셔들을 적용한 Trontinemab의 긍정적인 데이터를 발표하고 있다. 알츠하이머 병에서 기존의 전통적인 항체 레캄비(lectanemab), 키순라(donanemab) 대비 빠른 아밀로이드 플라그 감소와 낮은 ARIA 비율을 보이고 있다. 이후 에자이, 릴리, 애브비는 BBB 투과 플랫폼을 적용한 에셋을 도입하거나 M&A하고 있다. 에이비엘바이오는 IGF1R기반 BBB 플랫폼을 적용한 ABL301(파킨슨)을 사노피에 라이선스 아웃했고, 1H25에 임상1상(PoC) 데이터 발표 예정이다.

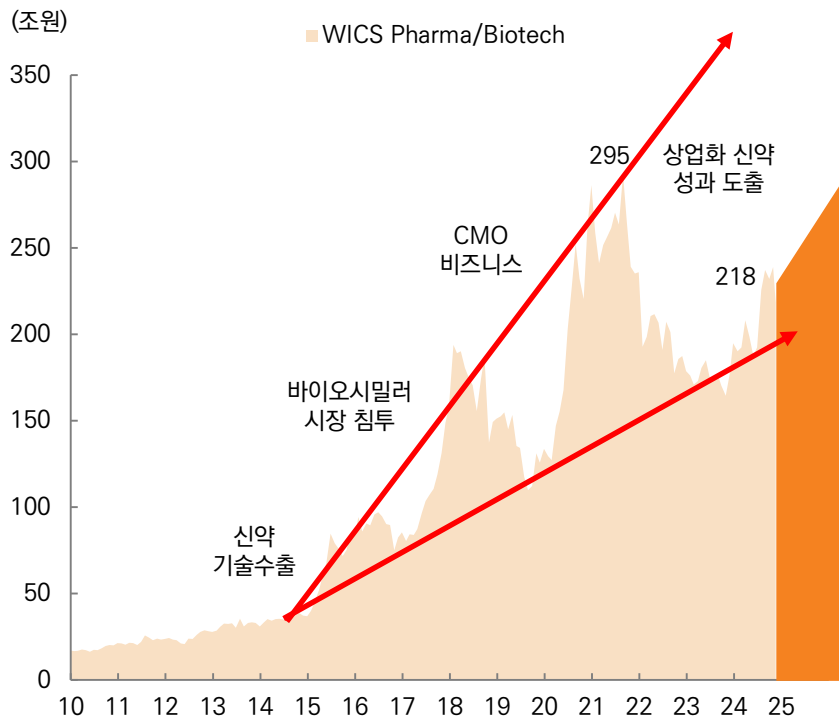
심혈관/비만 부문에서 멧세라에 기술수출한 **디앤디파마텍**, 노바티스에 HDAC6i를 기술수출한 **종근당** 등이다. 디앤디파마텍의 파트너 멧세라는 공격적인 자금조달로 파이프라인 개발에 속도를 내고 있다. 디앤디 경구형 펩타이드 MET-002의 임상1상 데이터는 1H25에 발표될 것으로 예상된다. 종근당의 HDAC6 저해제 CKD-510는 유럽 1상 완료 후 23년 11월 노바티스에 계약금 1,061억원(토탈 1.7조원)에 기술수출 되었다. 퇴행성뇌질환과 심혈관계 치료의 가능성을 보이고 있다. 임상2상 적응증 등 노바티스의 개발 계획은 1H25에 공개될 것으로 예상된다.

Overview

국내 제약/바이오 업종 섹터 시가총액 추이

- 11/21 기준 국내 제약/바이오 섹터 전체 시가 총액은 218조원
- KOSPI+KOSDAQ의 시가총액 2,311조원의 9.4%를 차지
- 코로나19 이후 KOSPI+KOSDAQ 시가총액의 약 13.7%까지 비중 확대되었으나
- 코로나19의 버블이 꺼지고 비우호적인 매크로 환경 등으로 21년부터 지속적인 비중 축소
- 과거 국내 제약/바이오 섹터의 Hype 구간에서는 새로운 비즈니스 등장, 이에 투자자들 열광

한국 제약/바이오 섹터 시가총액 추이



주: WICS 제약과 생명공학 기준
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

KOSPI+KOSDAQ에서의 제약/바이오 비중 추이



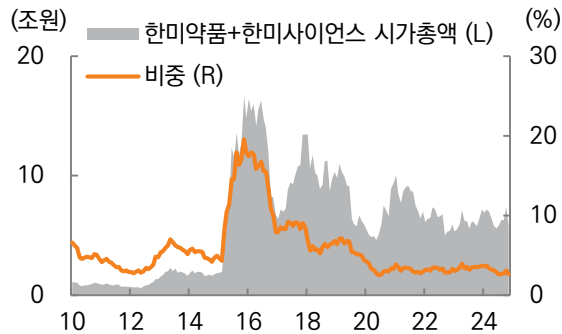
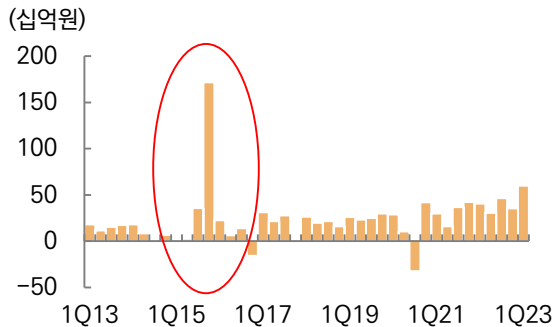
주: WICS 제약과 생명공학 기준
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

Overview

섹터 Hype 배경

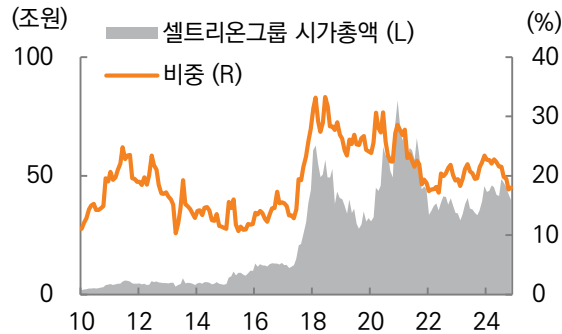
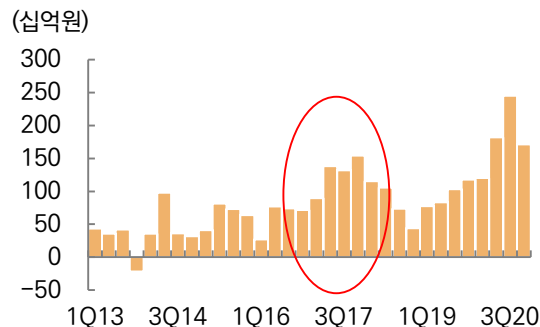
- Hype 구간의 상승을 주도한 업체는 실적으로써 이를 입증
- 2015년 한미약품의 신약 기술 수출
- 2017년 셀트리온의 바이오시밀러 유럽시장 침투
- 2020년 삼성바이오로직스의 항체 CMO 수주
- 2024년 상업화 신약 성과 도출. 유한양행 라즈클루즈, SK바이오팜 엑스코프리, 셀트리온 짐펜트라 등
- 2025년 상업화 신약 성과 가속화 구간 판단

한미약품+한미사이언스 시가총액 및 영업이익



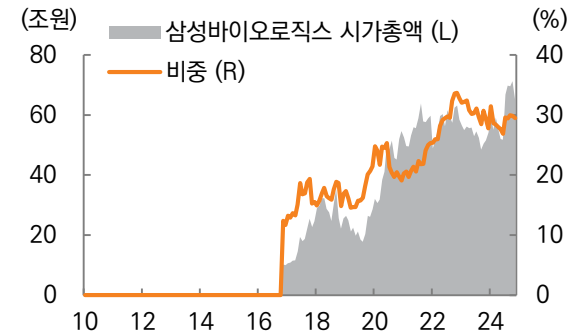
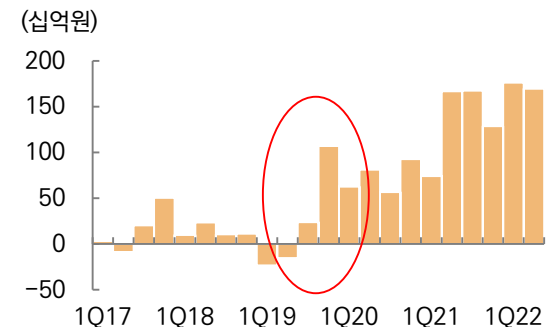
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

셀트리온 그룹 시가총액 및 영업이익



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

삼성바이오로직스 시가총액 및 영업이익



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

The background is a solid dark blue color. Overlaid on this background is a faint, light blue illustration. This illustration depicts a 3D perspective view of a laboratory or office space. On the right side, there is a large rectangular panel or wall. On this panel, several icons are visible: a DNA double helix, a chemical structure diagram, a bar chart, and an atomic symbol. Below this panel, there are more icons, including a test tube and a flask. In the foreground, there are stacks of coins and a line graph showing an upward trend. The overall theme of the illustration is the intersection of science, technology, and commerce.

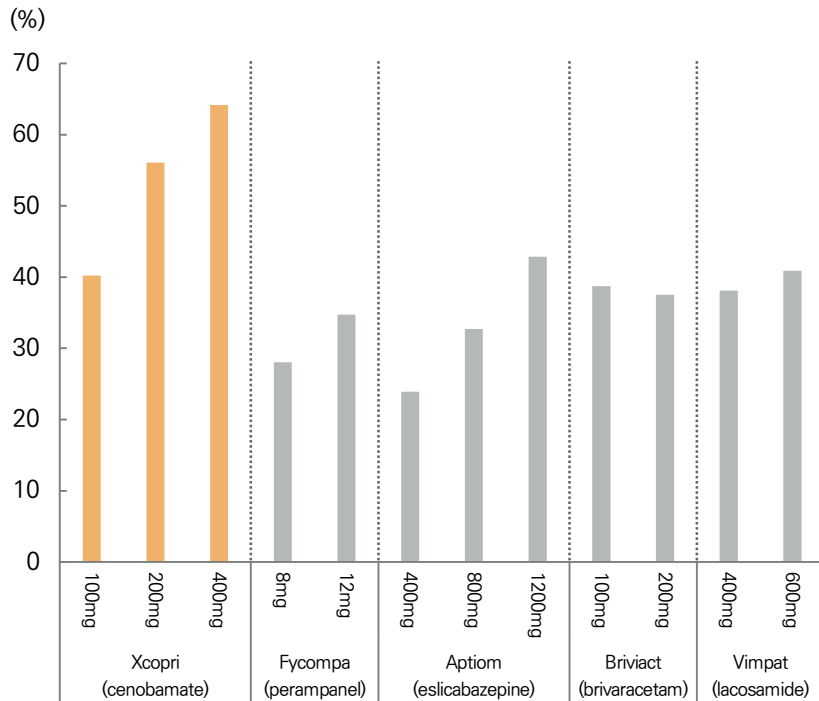
I — 상업화 Commercialize

I. 상업화 – SK바이오팜 엑스코프리

SK바이오팜 엑스코프리의 글로벌 블록버스터 가능성

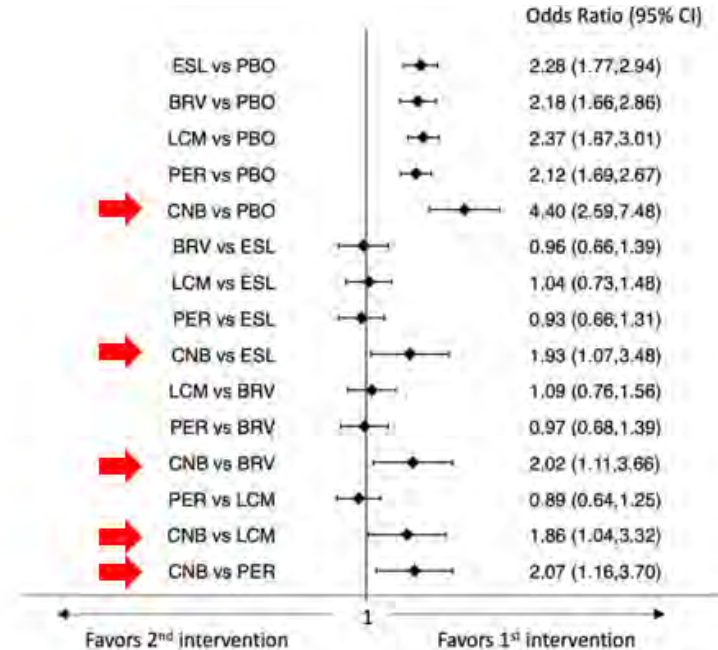
- SK바이오팜의 자체 개발, 자체 상업화, 미국 자체 판매중인 뇌전증 신약 엑스코프리(cenobamate)
- 기존 약품들의 발작 빈도 감소율 20~40%인 반면 엑스코프리 55%로 가장 높은 효능
- 엑스코프리 출시 5년 차, 오픈라벨 및 리얼 월드 데이터 축적 중
- Vimpat의 미국지역 Peak 매출액은 13억달러 수준

3세대 뇌전증 치료제들의 50% 이상 발작 감소 비율



주: Xcopri-Study C017, Fycompa-Study 306, Aptiom-Study 301, Briviact-Klein et al.2015, Vimpat-Chung et al. 2007a, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

3세대 뇌전증 치료제 비교 임상, 50% 이상 발작 감소



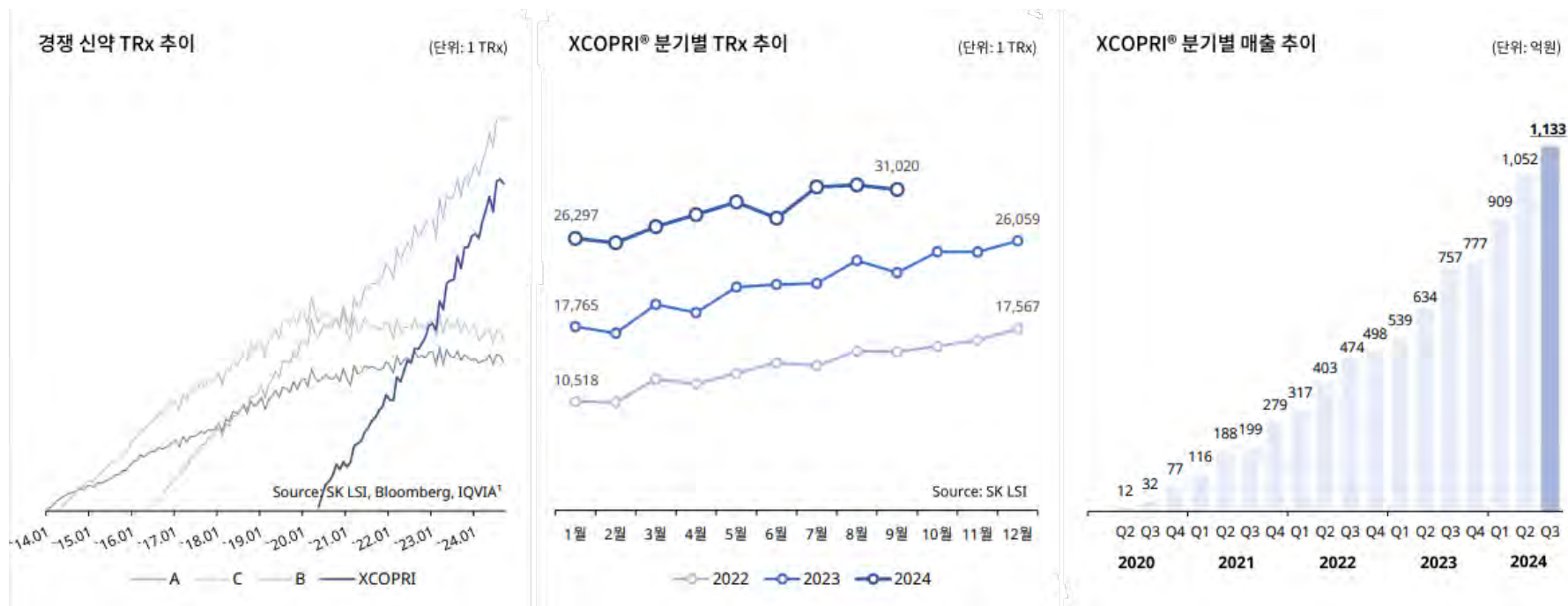
주: BRV brivaracetam(Briviact), CNB cenobamate(Xcopri), CI confidence interval, ESL eslicabazepine acetate_Aptiom), LCM lacosamide(Vimpat), PBO placebo, PER perampanel(Fycompa)
자료: Drugs volume 82, pages199-218 (2022), 미래에셋증권 리서치센터

I. 상업화 – SK바이오팜 엑스코프리

SK바이오팜 엑스코프리의 글로벌 블록버스터 가능성

- 출시 이후 처방 증가 속도 경쟁 약품들 대비 가장 빠른 상황
- (오리지널 의약품 중) 현재 1위는 UCB의 브리비엑트. 엑스코프리 성장 속도 브리비엑트보다 가파름
- 2025년 브리비엑트 점유율 넘어설 수 있을 것으로 예상
- 뇌전증 전문의(1~2천명) → 일반 신경 전문의(5~8천명)으로의 영업 확대 노력 지속 중

엑스코프리 미국 처방 수 및 매출 현황



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상업화 – SK바이오팜 엑스코프리

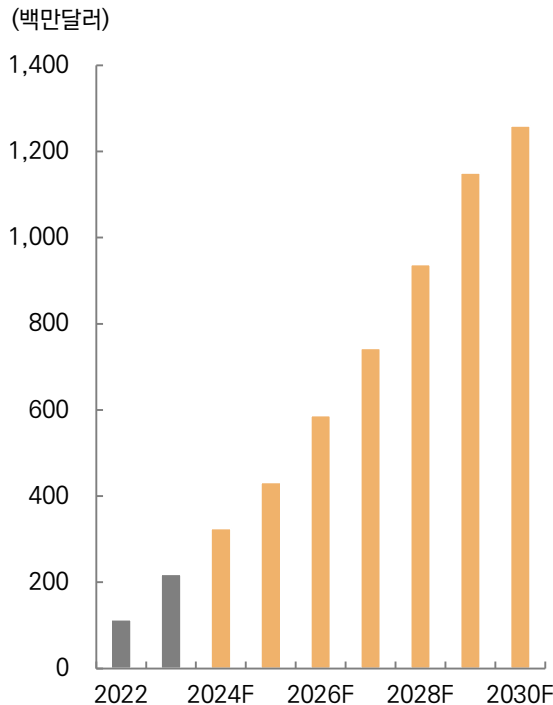
엑스코프리 GPM은 95%

신약 매출 증가로

24년 흑자 전환 예상

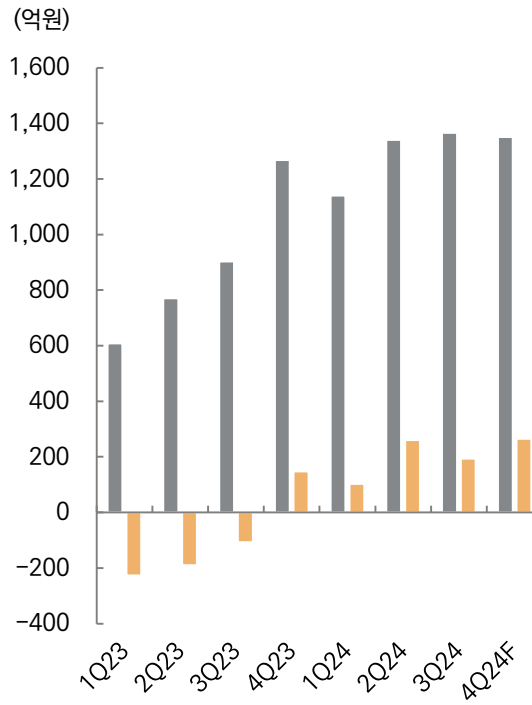
- 2029년 엑스코프리 미국 매출액 10억달러(블록버스터) 돌파 전망
- 엑스코프리 GPM 95%. 4Q23 기점으로 영업이익 흑자 달성, 실적 성장 본격화.
25년 브리비액트의 점유율을 넘어서면서 일반 신경과 전문의에 대한 침투가 더욱 빨라질 것으로 예상
- 24년 매출액 5,196억원(+46% YoY), 영업이익 822억원(흑자전환 YoY) 전망
25년 매출액 6,131억원(+18% YoY), 영업이익 1,417억원(+144% YoY), 영업이익률 23.1% 전망
- 판관비 통제 효과 기조 지속, 엑스코프리 매출 증가에 따른 영업이익률 급격한 개선 지속 전망

엑스코프리 연간 미국 매출 추정



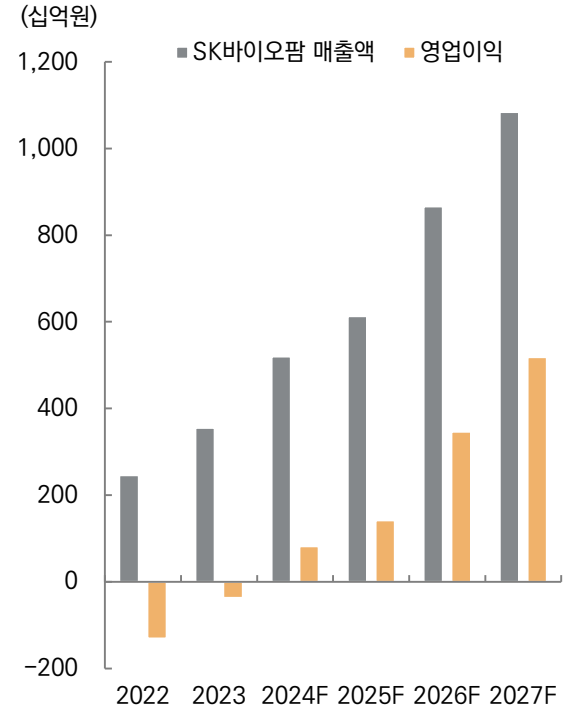
자료: 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 분기 매출 및 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 연간 매출 및 영업이익 전망



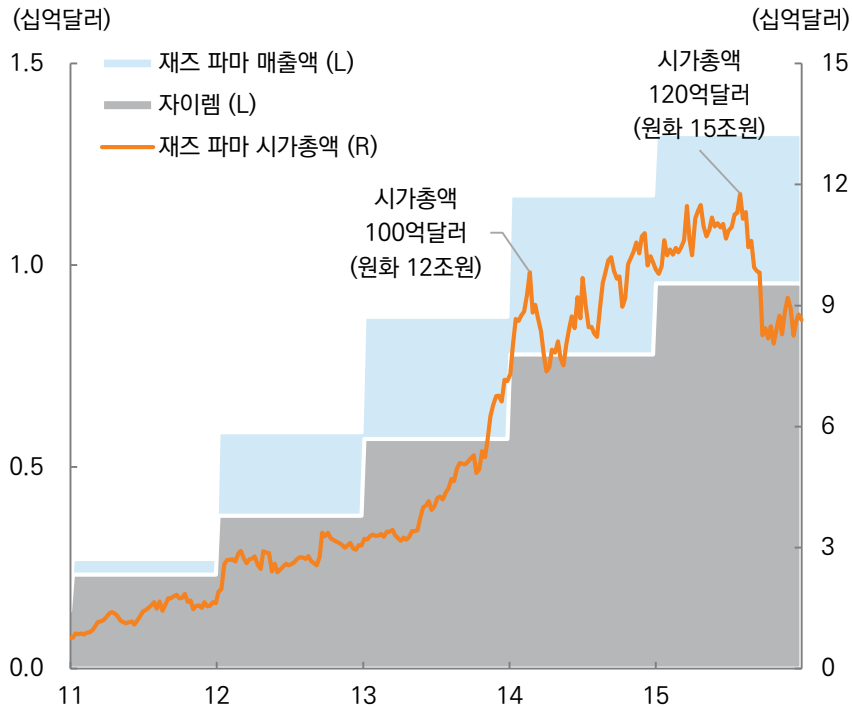
자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 상업화 – SK바이오팜 엑스코프리

25년 2nd product 도입 예상

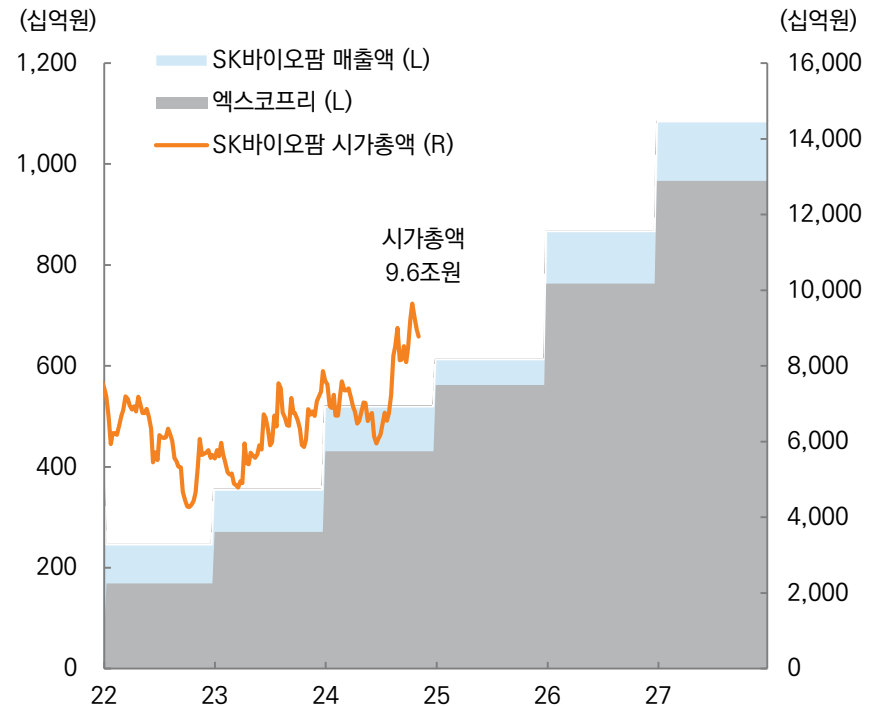
- 빠르면 25년 초, 엑스코프리와 시너지를 낼 수 있는 CNS 약물 도입 예상
- 중추신경계 원아이템 블록버스터 바이오텍 시가총액 흐름 예상
- 향후 주요 R&D 영역은 RPT(방사성치료제), CGT(세포치료제), TPD(표적단백질분해제)
- RPT, Full-life technology로부터 도입. 액티늄 기반 신규타겟 RPT 도입. 25년 임상1상 진입

재즈파마 매출액, 자이렘 매출액 및 시가총액



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 매출액, 엑스코프리(미국) 매출액 및 시가총액



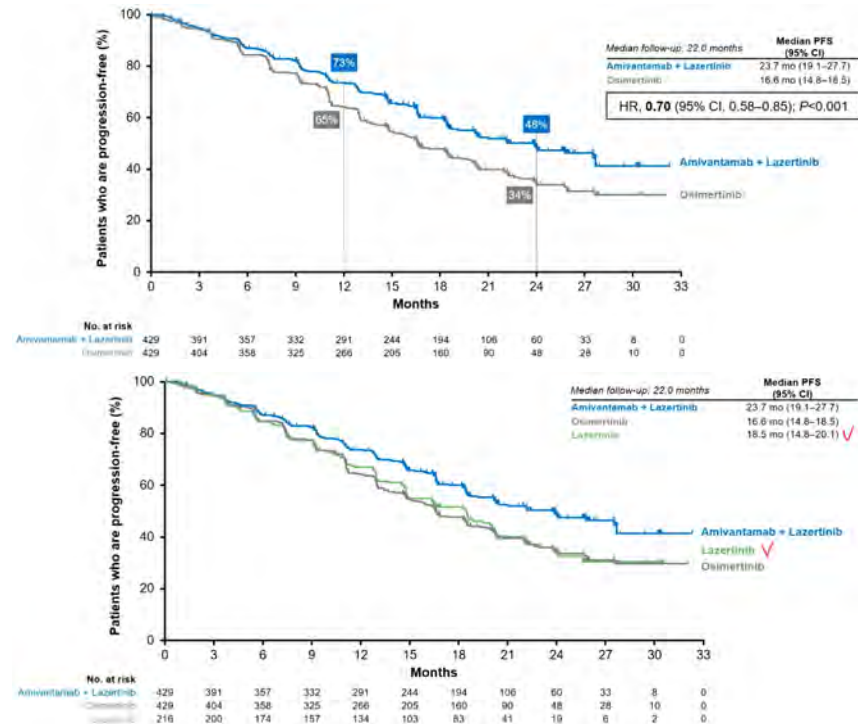
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상업화 - 유한양행 라즈클루즈

레이저티닙+아미반타맵 FDA 허가

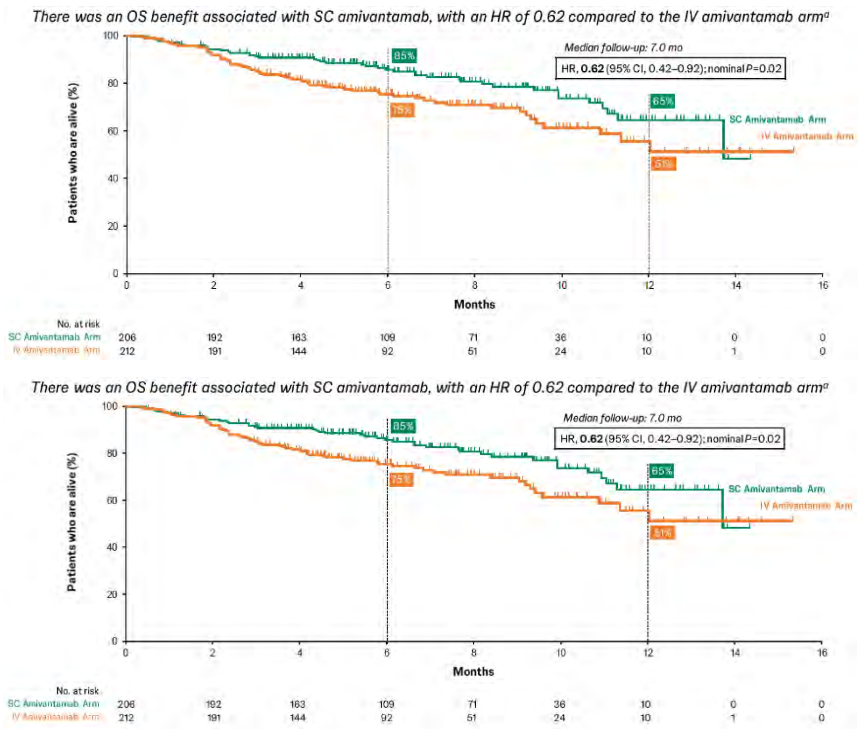
- MARIPOSA, 1차 평가 변수 mPFS by BICR, ami+lazer 23.7개월 vs. osi(타그리소) 16.6개월
Ami+lazer는 osi 단독 대비 무진행생존(mPFS)을 7.1개월 개선. 질병 진행 및 사망 위험 30% 감소 (HR 0.7, $p < 0.001$)
- PALOMA-3(lazer+Ami SubQ)에서 투약 시간 약 5분(vs. IV 5시간), 주입관련 부작용 13%(vs. IV 66%)
7개월 동안 반응률(cORR) 27%(vs. IV 27%), 반응지속기간(mDoR) 11.2개월(vs. IV 8.2개월)
무진행생존기간 6.1개월(vs. IV 4.3개월), 전체생존기간 12개월차 생존율 65%(vs. IV 51%)
- PALOMA-3 기반 FDA 허가는 25년 2월 내, MARIPOSA 전체 생존기간 데이터는 1H25 예상

1차 평가 변수: 무진행 생존(Progression-free Survival) by BICR



주: BICR=Blinded Independent Central Review
자료: ESMO 23, 미래에셋증권 리서치센터

PALOMA-3 OS 및 PFS 비교 데이터



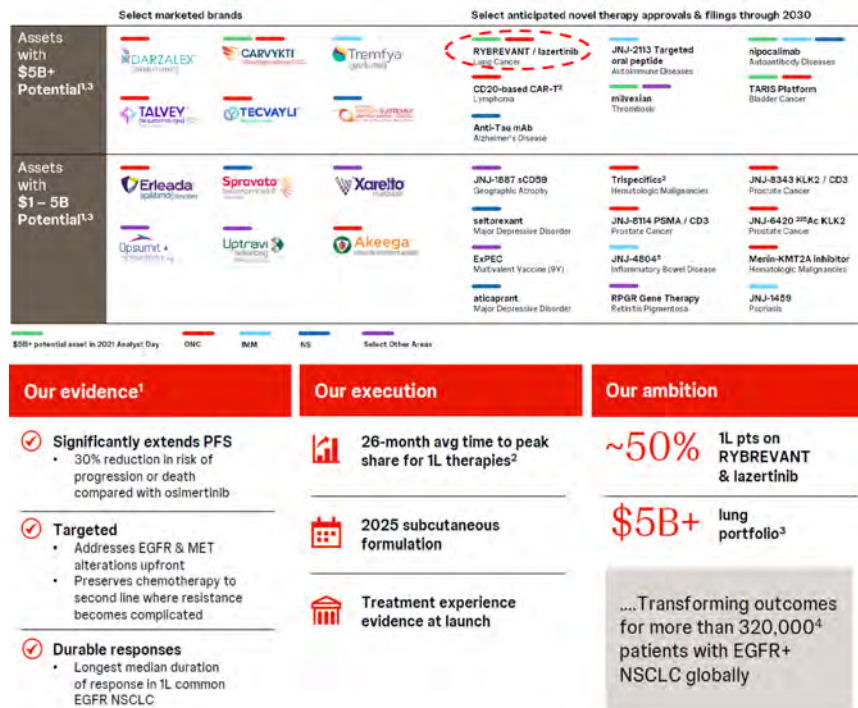
자료: ASCO 24, 미래에셋증권 리서치센터

I. 상업화 - 유한양행 라즈클루즈

유한양행 레이저티닙의 글로벌 블록버스터 가능성

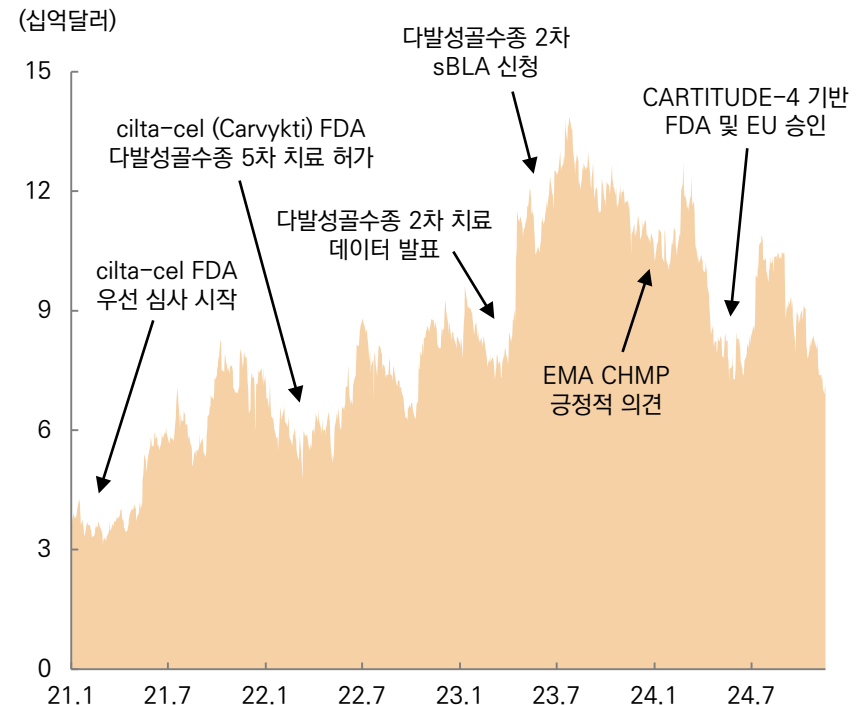
- Amivantamab+Lazertinib, EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제 FDA 우선 심사 트랙 지정
- 8/20 FDA 허가(브랜드: 라즈클루즈). 첫 환자 투약 미국 \$60mn 유입. 25년 유럽 \$30mn 유입 예정
- J&J는 26개월 Peak Share 도달 가능성, 25년 아미반타맙 SC 제형, 1차 치료 점유율 ~50% 수준 목표
- Ami+lazer에 대해 기대하는 연간 최대 매출액은 \$5bn 이상

존슨앤존슨 연간 최대 매출액 10억달러 이상 기대 아이템 (21년/23년)



자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

카빅티(cilta-cel) 원개발사 LEGEND(LEGN US) 시가총액 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

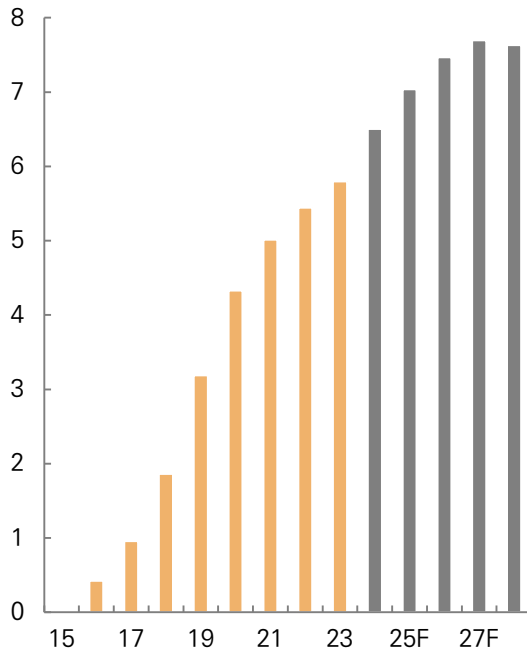
I. 상업화 - 유한양행 라즈클루즈

라즈클루즈 가치 추정

- 라즈클루즈 Net Price \$100,000, 1차 치료제 침투율 1%에서 출시 5년차 피크 40% 가정 시 유한양행 유입 로열티 29년 \$341mn(약 4,800억원) 수준 추정
- 우리가 추정하는 rNPV 레이저티닙 가치: 3.4조원
(1차 2.9조원 + 2차 이상 3천억원 + 마일스톤 1.5천억원)
- 실제 Net Price 및 침투속도 등 고려해 라즈클루즈 가치 상향 or 밸류에이션 방식 변경 가능성

타그리소 연간 매출 및 컨센서스

(십억달러)

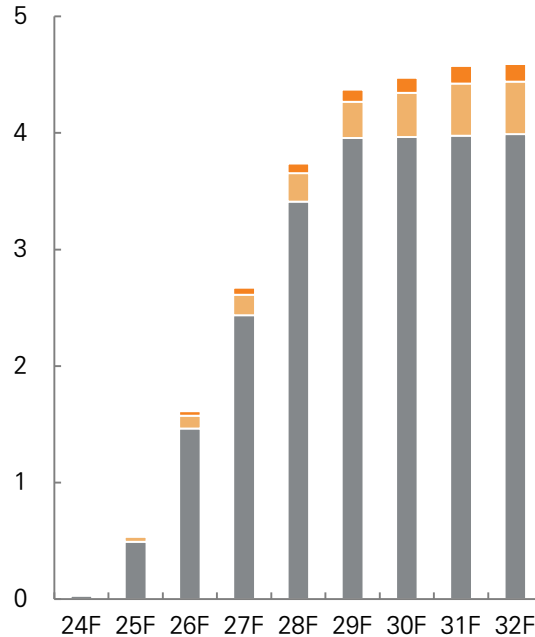


자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

레이저티닙 글로벌 매출 추정

(십억달러)

■ 1st line ■ 2nd line ■ 3rd line



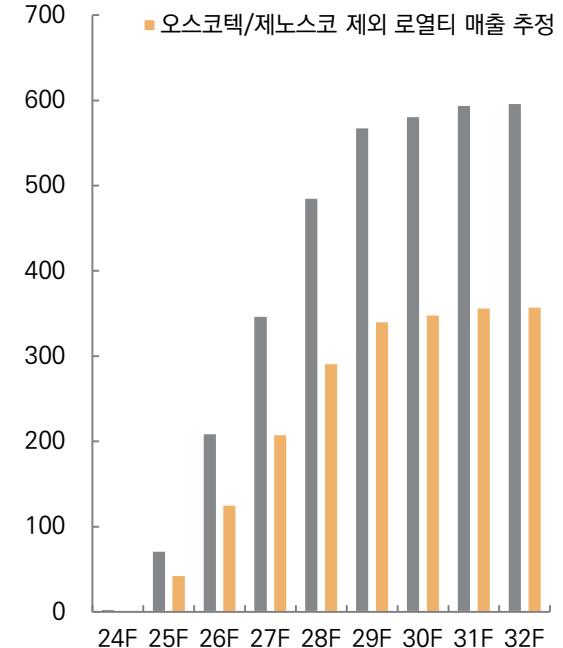
자료: 미래에셋증권 리서치센터

레이저티닙 로열티 추정

(백만달러)

■ 로열티 매출 추정

■ 오스코텍/제노스코 제외 로열티 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

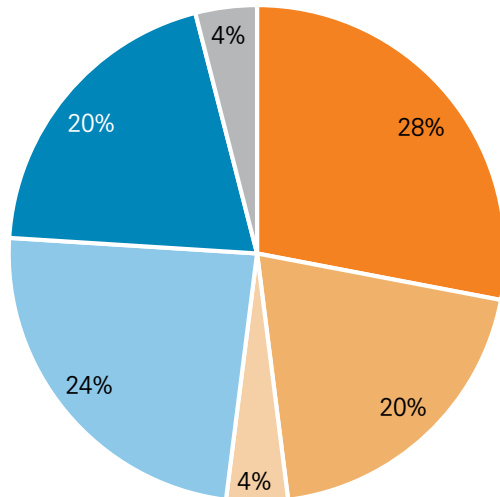
I. 상업화 - 셀트리온 짐펜트라

미국 IBD 시장 내 '인플릭시맵' 물질 경쟁력

- IBD(궤양성대장염+크론병)의 환자수 기준 점유율 1위는 인플릭시맵. 인플릭시맵 SC는 짐펜트라가 유일
- AGA 전문위원단은 크론병에서 인플릭시맵, 아달리무맵, 세르톨리주맵 폐골, 베돌리주맵 또는 우스테키누맵을 사용할 것을 강력히 권고. 특히 항문주위 누공이 있는 크론병 환자에게 누공 완화의 유도 및 유지를 위해 인플릭시맵을 강력히 권고
- AGA 전문위원단은 궤양성대장염에서 인플릭시맵, 아달리무맵, 골리무맵, 베돌리주맵, 토파시티닙 또는 유스테키누맵을 사용할 것으로 강력히 권고. 특히 관해 유도를 위해 아달리무맵 대신 인플릭시맵이나 베돌리주맵을 사용할 것을 제안

IBD의 환자 수 기준 점유율 현황

■ infliximab ■ adalimumab ■ Other TNF-alpha
■ Interleukin-23 ■ IgG Mab ■ Oral



자료: Evaluate, GlobalData, IQVIA, Clarivate, 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

크론병과 궤양성대장염 치료 약물의 위약 비교 무작위 대조시험 결과

중등도 및 중증 궤양성대장염 환자 치료 약물을 위약과 비교한 16건의 무작위 대조시험 결과

	관해 유도 (Induction of Remission)			관해 유지 (Maintenance of Remission)		
	약물군	위약군	위약 조정 관해 유도율	약물군	위약군	위약 조정 관해 유지율
infliximab	130/356(36.5%)	45/354(12%)	23.8%	108/333(32.4%)	48/334(14.4%)	18.1%
adalimumab	74/468(15.8%)	46/472(9.7%)	6.1%	84/425(19.8%)	29/342(8.5%)	11.3%
golimumab	58/324(17.9%)	20/320(7.2%)	11.7%	67/183(36.6%)	26/185(19.5%)	27.5%
vedolizumab	68/398(17.3%)	18/231(7.8%)	9.3%	74/163(45.4%)	33/168(19.6%)	25.8%
tofacitinib	176/938(18.8%)	19/282(6.7%)	12.0%	149/395(37.7%)	22/198(11.1%)	26.6%
ustekinumab	50/322(15.5%)	17/319(5.3%)	10.2%	77/176(43.8%)	42/175(24%)	19.8%

중등도 및 중증 관강 크론병 환자 치료 약물을 위약과 비교한 무작위 대조시험 결과

	관해 유도 (Induction of Remission)			관해 유지 (Maintenance of Remission)		
	약물군	위약군	위약 조정 관해 유도율	약물군	위약군	위약 조정 관해 유지율
infliximab	29/52(55.8%)	11/54(20.4%)	35.4%	44/113(38.9%)	23/110(20.9%)	18.0%
adalimumab	72/268(26.9%)	24/263(9.1%)	17.7%	85/212(40.1%)	30/210(14.3%)	25.8%
certolizumab pegol	161/616(26.1%)	119/608(19.6%)	6.6%	149/542(27.5%)	93/536(17.4%)	10.1%
vedolizumab	72/429(16.8%)	35/355(9.9%)	6.9%	60/154(39.0%)	33/153(21.6%)	17.4%
ustekinumab	129/589(21.9%)	73/588(12.4%)	9.5%	99/200(49.5%)	67/204(32.8%)	16.7%
infliximab	29/52(55.8%)	11/54(20.4%)	35.4%	44/113(38.9%)	23/110(20.9%)	18.0%

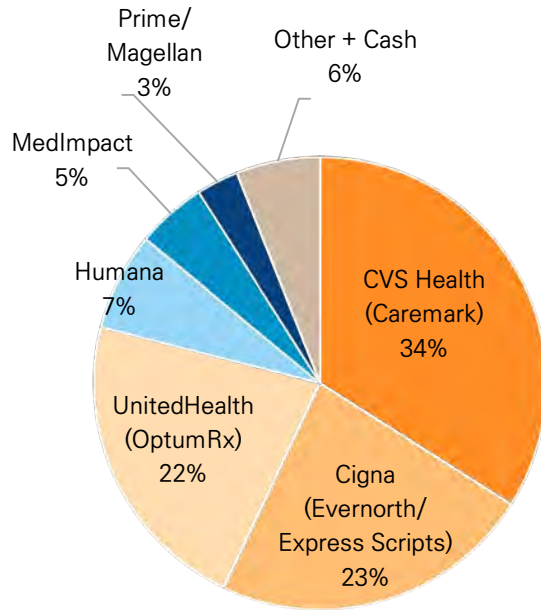
주: 관해 유도는 6~8주에 평가, 관해 유지는 30~54주에 평가
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 상업화 - 셀트리온 짐펜트라

짐펜트라 PBM 커버리지 90% 달성

- 짐펜트라 매출액 2Q24 22억원, 3Q24 64억원 기록
- 주요 PBM 등재 이후 보험사 환급 개시 까지 시간이 걸리기에(약 3개월) 4Q24F부터 본격적인 매출 발생 가능성
- 미국 3대 PBM 등재 완료함으로써 90% 커버리지 달성. 도매상과의 계약도 체결
- 짐펜트라 매출액 24년 571억원, 25년 4,626억원 추정(타겟 환자 18만명 중 25년 말 약 10% 가정)

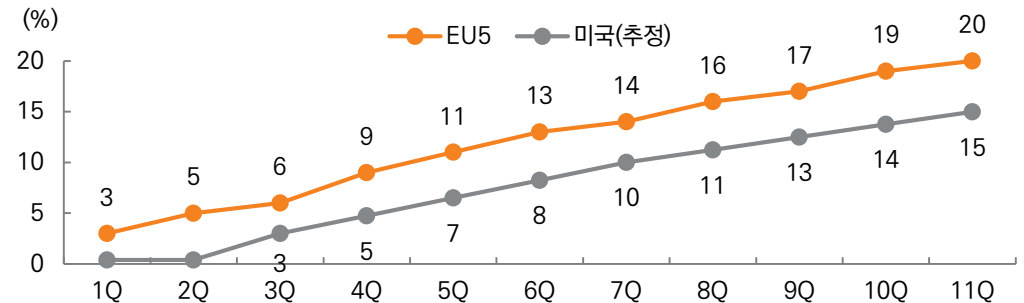
미국 PBM 시장 점유율 현황



자료: Drug Channels Institute, 미래에셋증권 리서치센터

짐펜트라 매출 추정 및 침투율 가정

짐펜트라	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24F	25F	26F
미국 크론병(천명)	576	576	576	576	580	580	580	580	583	583	583	583			
moderate to severe(43.2%)	249	249	249	249	250	250	250	250	252	252	252	252			
미국 궤양성대장염 (천명)	853	853	853	853	861	861	861	861	868	868	868	868			
moderate to severe(48%)	409	409	409	409	413	413	413	413	417	417	417	417			
Total	658	658	658	658	663	663	663	663	668	668	668	668			
% of infliximab(28%)		184	184	184	186	186	186	186	187	187	187	187			
침투율	0.4%	0.4%	3.0%		4.8%	6.5%	8.3%	10.0%	11.3%	12.5%	13.8%	15.0%			
환자 수(누적)	737	737	5,530		8,823	12,073	15,324	18,574	21,047	23,386	25,725	28,063			
Monthly Price	6,181	6,181	6,181		6,367	6,367	6,367	6,367	6,558	6,558	6,558	6,558			
분기 총 매출	4.6	14	103		169	231	293	355	414	460	506	552	121	1,047	1,932
Rebate/Discount	65%	65%	65%		66%	66%	66%	66%	67%	67%	67%	67%	65%	66%	67%
분기 순 매출(US\$m)	1.6	5	36		57	78	100	121	137	152	167	182	42	356	638
원화 순 매출(원달러 1350원)	22	65	485		745	1,019	1,294	1,568	1,776	1,974	2,171	2,368	571	4,626	8,289



자료: 미래에셋증권 리서치센터



II — 생산 Manufacture

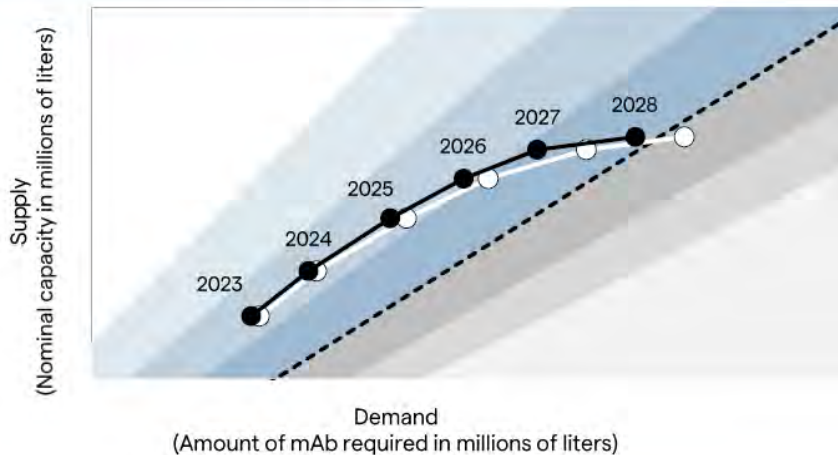
II. 생산 - 아웃소싱의 증가

글로벌 의약품 생산 트렌드는 아웃소싱의 증가

- 빅파마들의 생산 전략이 인하우스 중심의 전략에서 아웃소싱 확대 전략으로 변경
- 론자에 따르면 포유동물세포기반(항체) 캐파의 공급은 향후 몇 년 동안 수요를 겨우 따라잡는 수준
- 2013년 CDMO 비중은 25% 수준에서 2023년 39%까지 확대, 28년 52%로 확대 전망

Mammalian cell 생산 캐파 공급 > 수요 시기는 28년 이후

Mammalian Industry Capacity Utilization
(% Demand / Supply)¹

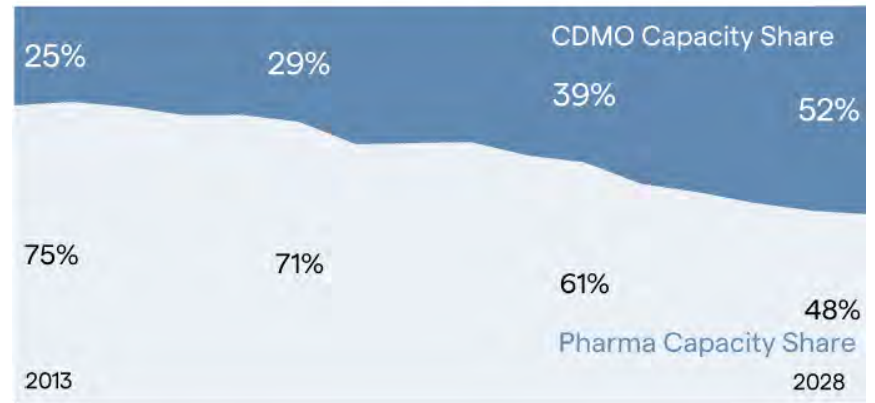


- Additional demand due to Alzheimer's Disease
- Base case

자료: Lonza internal analysis, IQVIA, Evaluate, Citeline, publicly announced capacity expansions (2023), 미래에셋증권 리서치센터

파마의 Mammalian cell 기반 의약품 생산 인하우스/아웃소싱 비중

Expected Market Share of Installed Mammalian
Capacity CDMO vs. Pharma¹ 2013 – 2028



Demand predominantly driven by continued growth of existing commercial products (>85% of total)

자료: Lonza internal analysis, IQVIA, Evaluate, Citeline, publicly announced capacity expansions (2023), 미래에셋증권 리서치센터

II. 생산 - 아웃소싱의 증가

글로벌 CDMO 플레이어에서 확인되는 CMO 현황

론자 2Q24 실적 콜 주요 내용

Q. Mammalian 사업의 장기적 Capa에 대해, 장기적인 수요와 공급 역학에 대해 어떻게 전망하는지? 추가적인 설비 증설이 필요할지?

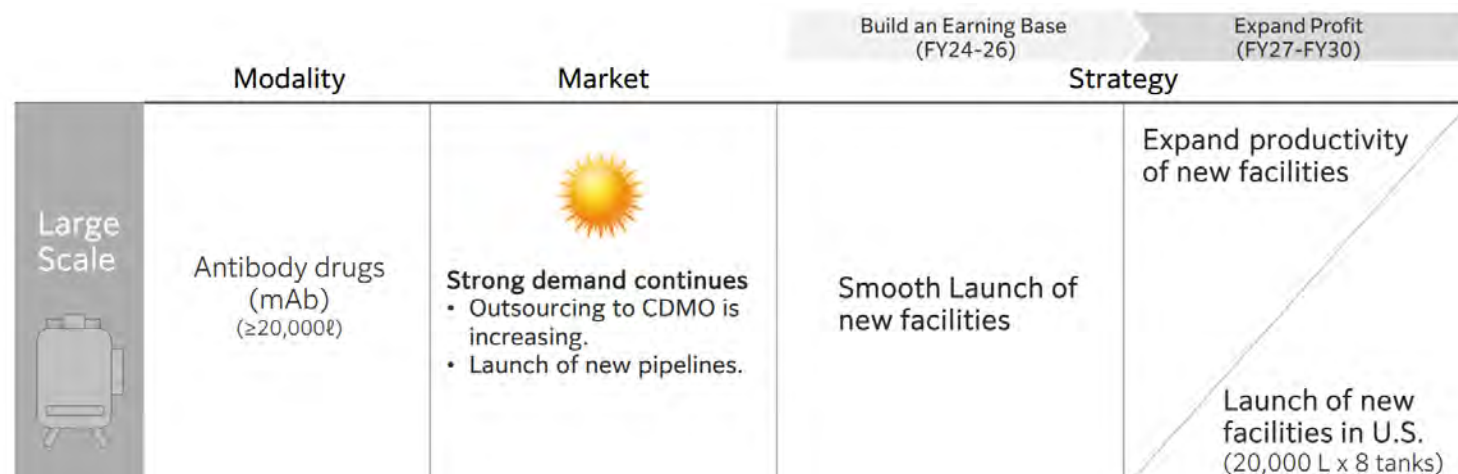
A. 향후 몇 년 동안 대규모 Mammalian 생산 능력이 전체적으로 상당히 제약되어 시장에 출시되는 생산 능력이 수요를 겨우 따라잡을 수준일 것이라 전망. 바카빌 부지에 생산 능력을 2배로 늘리는 작업을 진행 중이며, 이를 다 채우는 데 몇 년 걸릴 것으로 보임. 대규모로 증가하는 수요를 충족할 수 있는 좋은 위치와 장비를 갖추고 있다고 생각. 다른 여러 회사들 또한 향후 몇 년 동안 대규모 시설 투자를 발표했음. 따라서 현재로서는 내부 설비투자 계획은 Vacaville에 대한 대규모 투자에 초점을 맞추고 있으며, 추가적인 대규모 용량을 계획하고 있지는 않음.

써모피서 2Q24 실적 콜 주요 내용

Q. 대형 바이오 제약사 고객과 중견 제약사 고객, 그리고 초기 단계의 소규모 고객과 비교했을 때 어떤 점을 보고 듣고 있는지?

A. 우선 이들은 공급망의 회복탄력성에 초점을 맞추고 있음. 팬데믹 이전에는 한 곳에서만 자체 제조를 진행했는지 모르지만, 지금은 두 번째 사이트에서 훨씬 더 많은 역량을 활용하는 것을 볼 수 있음. 이는 의약품에 대한 고객 수요를 충족할 수 있다는 측면에서 매우 좋은 일. 또한, 이들은 가장 중요한 일에 우선순위를 두고 효과적으로 지원함으로써 주요 파이프라인에 자금을 집중.

후지필름 상업생산(Large Scale) CDMO 시장 전망



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

II. 생산 – 아웃소싱의 증가

빅파마들의 생산 전략

- 로슈는 론자에게 33만리터 규모 바카빌 생산 사이트 매각. 신규 Cell & Gene, Oligo, Peptide 확장
- 일라이릴리, 노보노디스크 역사상 최대 규모 비만신약(펩타이드) 생산 개파 확장 중
- 기존의 블록버스터 모달리티 항체 생산의 경우 대규모 아웃소싱 가능성 증가
- 지난 7월 삼성바이오로직스 미국 소재 제약사와 1.4조원 규모 수주
지난 10월 삼성바이오로직스 아시아 소재 제약사와 1.7조원 규모 수주
최근 11월 삼성바이오로직스 유럽 소재 제약사와 1조원 규모 수주

로슈의 생산 전략 변경

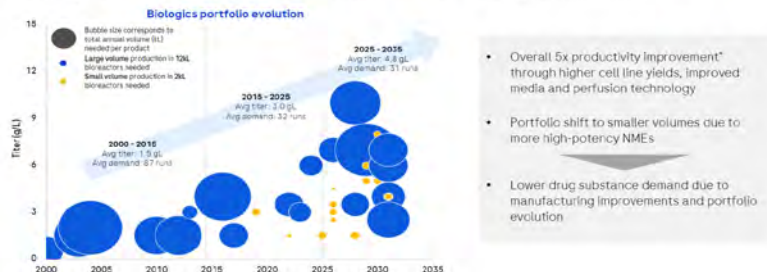
Vacaville sale: Optimizing our Pharma manufacturing network



11 manufacturing sites with a total of >530,000L biologics capacity** serving global demand

Optimizing manufacturing network to address portfolio evolution

Addressing the demands of producing diverse molecules with smaller volume production needs



자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

일라이릴리와 노보노디스크의 생산 개파 투자 계획 발표



Lilly Increases Manufacturing Investment to \$9 Billion at Newest Indiana Site to Boost API Production for Tirzepatide and Pipeline Medicines

May 24, 2024

Largest investment in active pharmaceutical ingredient manufacturing of synthetic medicines in U.S. history

Since 2020, the company has committed more than \$18 billion to build, upgrade and acquire facilities in the U.S. and Europe

INDIANAPOLIS, May 24, 2024 /PRNewswire/ -- Eli Lilly and Company (NYSE: LLY) announced today that it has more than doubled its investment in its Lebanon, Indiana, manufacturing site with a new \$5.3 billion commitment, increasing the company's total investment in this site from \$3.7 billion to \$9 billion. This expansion will enhance Lilly's capacity to manufacture active pharmaceutical ingredients (API) for Zepbound® (tirzepatide) injection and Mounjaro® (tirzepatide) injection so that more adults with chronic diseases like obesity and type 2 diabetes may benefit from these important treatments.

press release



Novo Nordisk announces 4.1 billion USD investment to expand US manufacturing capacity

In 2024, Novo Nordisk plans to boost its current investments, aiming to allocate USD 6.8 billion towards production, a significant increase from the previous year's investment of USD 3.9 billion*.

Bagsvaerd, Denmark, 24 June 2024 – Novo Nordisk today announced plans to invest 4.1 billion US dollars (approx 27 billion Danish kroner) to build a second fill and finishing manufacturing facility in Clayton, North Carolina, and grow its ability to produce current and future injectable treatments for people with obesity and other serious chronic diseases.

자료: Eli Lilly, Novo Nordisk, 미래에셋증권 리서치센터

II. 생산 – 미국의 생물보안법

미국의 중국 CDMO 견제

- 미국에서 BGI, Wuxi Apptec 등 특정 중국 생명공학 업체들과의 계약 금지 법안 발의
- 하원에서 발의된 H.R. 8333(하원 통과), 상원에서 발의된 S.3558(발의). 내용은 동일. 초당적인 지지를 받고 있기에 양원 협의 후 대통령 서명, 법안 제정 가능성 높다는 판단
- Wuxi Apptec – 저분자화합물, RNA, Gene & Cell Therapy 등. Wuxi Biologics – Antibody
- 직접적인 수혜는 초기단계 CDMO 업체. Lonza, TMO 등.
- cGMP 인증 등 기존에 트랙레코드 보유한 국내 업체들의 중장기적 수혜 가능성

생물보안법 발의

H.R.8333 - BIOSECURE Act

118th Congress (2023-2024) | [Get alerts](#)

BILL Hide Overview X

Sponsor: [Rep. Wenstrup, Brad R. \(R-OH-2\)](#) (Introduced 05/10/2024)

Committees: House - Oversight and Accountability; Intelligence (Permanent Select) | Senate - Homeland Security and Governmental Affairs

Committee Meetings: [05/15/24 10:00AM](#)

Latest Action: Senate - 09/10/2024 Received in the Senate and Read twice and referred to the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. ([All Actions](#))

Roll Call Votes: There has been [1 roll call vote](#)

Tracker: [Introduced](#) [Passed House](#) [Passed Senate](#) [To President](#) [Became Law](#)

S.3558 - Prohibiting Foreign Access to American Genetic Information Act of 2024

118th Congress (2023-2024) | [Get alerts](#)

BILL Hide Overview X

Sponsor: [Sen. Peters, Garv C. \(D-MI\)](#) (Introduced 12/20/2023)

Committees: Senate - Homeland Security and Governmental Affairs

Committee Meetings: [03/06/24 9:30AM](#)

Committee Reports: [S. Rept. 118-229](#)

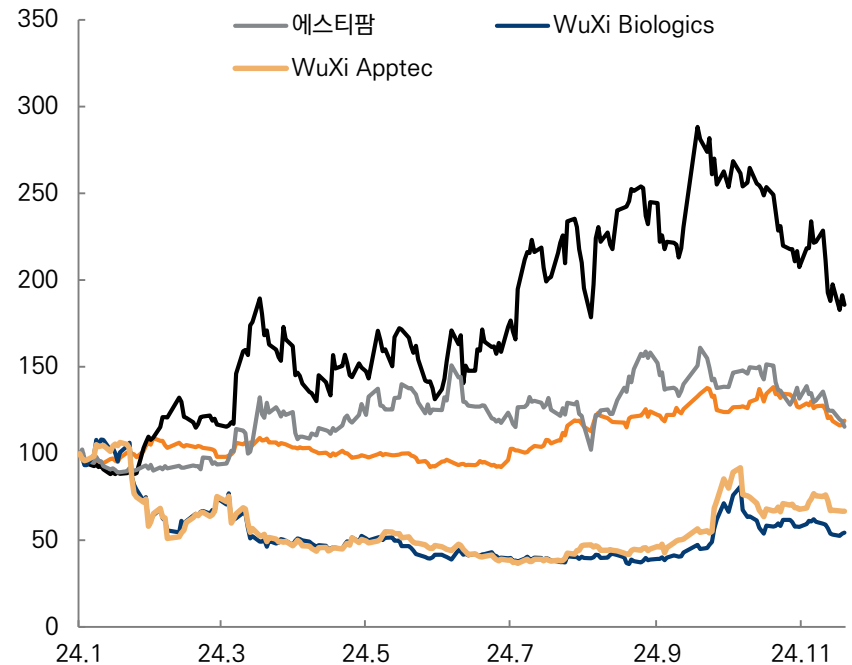
Latest Action: Senate - 09/23/2024 Placed on Senate Legislative Calendar under General Orders. Calendar No. 521. ([All Actions](#))

Tracker: [Introduced](#) [Passed Senate](#) [Passed House](#) [To President](#) [Became Law](#)

자료: Congress, 미래에셋증권 리서치센터

국내/중국 CDMO 업체들의 YTD 주가 수익률

(24/01/02=100)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

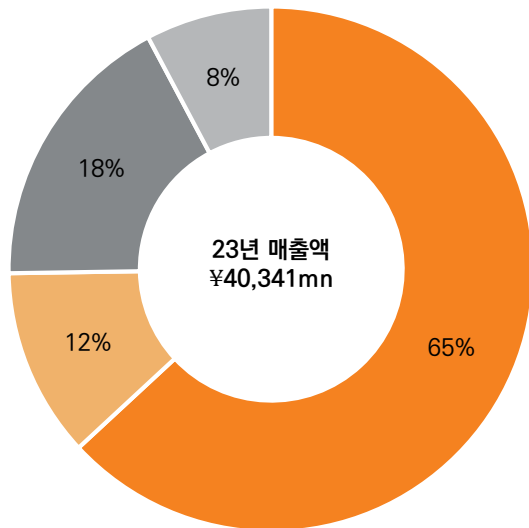
II. 생산 - 미국의 생물보안법

Wuxi 그룹 매출의 가장 큰 지역을 차지하는 미국

- Wuxi Apptec의 23년 매출액 403억 위안 중 65%(약 4.8조원)이 미국에서 발생
- Wuxi Biologics의 23년 매출액 170억 위안 중 47%(약 1.5조원)이 미국에서 발생
- 두 회사의 실적 추정치 지속 하락 조정

우시애펙 23년 지역별 매출 비중

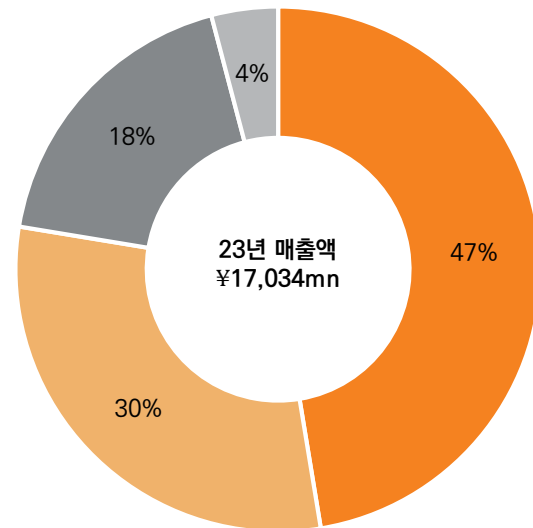
■ 미국 ■ 유럽 ■ 중국 ■ 기타



자료: Wuxi Apptec, 미래에셋증권 리서치센터

우시바이오 23년 지역별 매출 비중

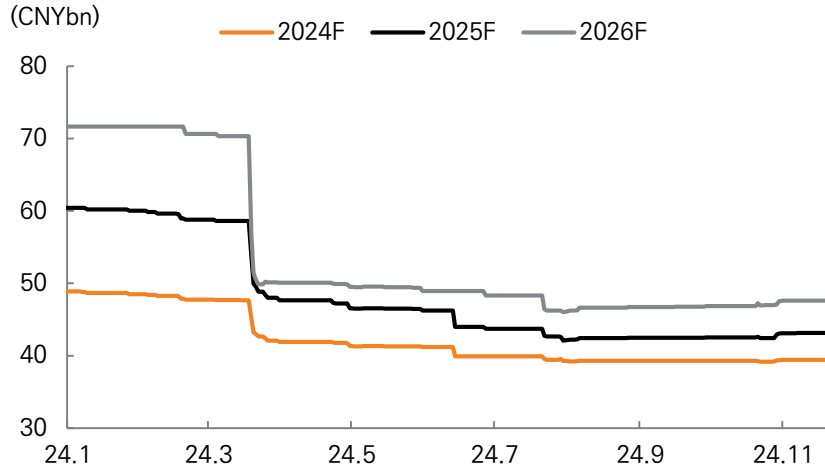
■ 미국 ■ 유럽 ■ 중국 ■ 기타



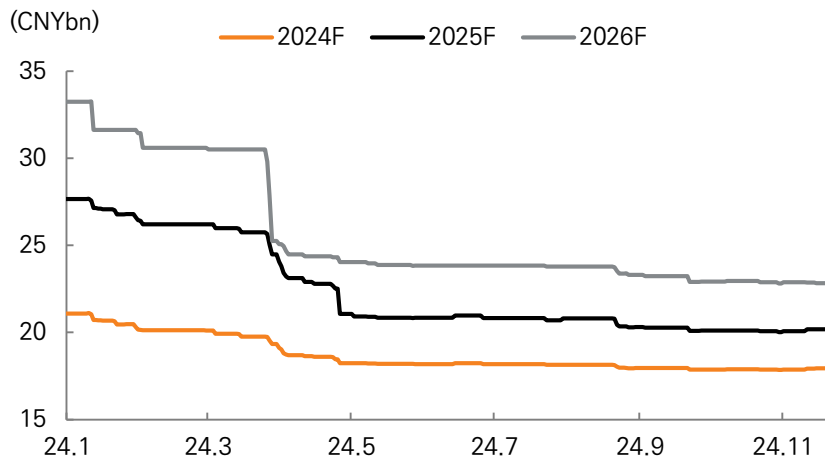
자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

II. 생산 - 미국의 생물보안법

우시애틱 매출액 컨센서스 변화

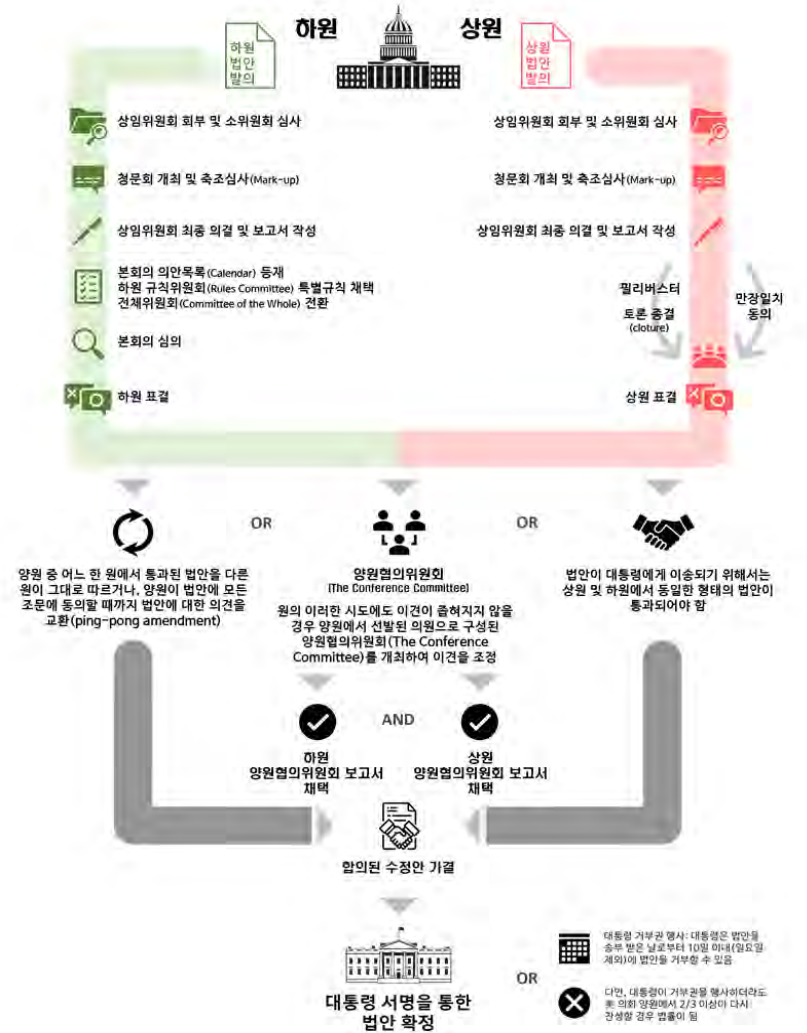


우시바이오 매출액 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 입법 절차 개요



자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

II. 생산 – 미국의 생물보안법

글로벌 CDMO 플레이어들의 생물보안법 관련 코멘트

삼성바이오로직스 2Q24 실적 콜 주요 내용

Q. 생물보안법 논의 이후로 수주 문의가 실제로 늘었는지?

A. CDO 수주 문의 2배 이상 늘었고, 중국 고객사로 있던 회사들도 있음. 기존에 CMO 위주이기도 하고 글로벌 선두 업체를 쫓아가는 입장이다 보니(CDO 사업 시작한 지 6~7년 정도), 최대한 문의를 수주로 이어지게끔 하는 것이 중요. 새로운 플랫폼을 내고, 기존 플랫폼을 강화하며 역량 키우는 중. 작년에 11개의 CDO 프로젝트를 수주. 올해 상반기 중 이미 8개 수주 + 7월 중 3개 수주. CMO 고객사로는 글로벌 빅파마 20개사 중 작년 14개사에서 올해 16개사로 증가. 한편, 생물보안법을 고려해 빅파마도 안정적으로 생산할 수 있는 곳을 서칭하고 있는 상황. 퀄리티 있는 회사, 원하는 만큼 빨리 공급하는 회사를 원하지만 부합하는 곳은 많지 않음.

써모피셔 2Q24 실적 콜 주요 내용

Q. 지난 몇 년간 CDMO 생산 능력을 2배로 늘렸는데, 추가적인 생산 능력 확장에 대해 어떻게 생각? 산업 내 생산 능력 활용에 대해서는 어떻게 보고 있는지, 최근 M&A로 인해 일부 생산 능력이 자유롭게 될 수도 있다는 점이나 미국 내 생물보안법 관련 가능성을 얼마나 적극적으로 고려하고 있는지?

A. 우리의 위치에 대해 긍정적으로 생각. 무균 fill-finish 수요가 매우 강하며, 이는 우리의 가장 큰 활동 분야로 매우 잘 하고 있음. 우리 시설의 생산 라인 수를 늘려왔고, 수요도 강함.

임상 시험 공급 분야 역시 주요 분야이며 우리는 독보적 위치를 유지하며 효과적으로 수요에 맞춰 생산 능력을 조정하여 과잉 생산이 발생하지 않도록 하고 있음. 다른 사업 부문에서도 우리의 위치가 괜찮다고 보고 있으며, 특별히 주목할 점은 없음. COVID 관련 활동을 일반 치료 제로 전환하면서 24년에는 역풍이 있었으나, 25~26년에는 더 나아질 것.

론자 2Q24 실적 콜 주요 내용

Q. 상반기에 체결한 CDMO 신규 계약의 동인은 무엇인지? 생물보안법으로 인한 잠재적 위험을 상쇄하려는 초기 단계의 수요에서 직접적인 혜택을 보았는지?

A. 질문에 답변하기에 앞서, 지금 체결하고 있는 계약은 작년에 체결된 100억 달러 수준의 계약. 소규모 계약 체결은 수십억 달러 규모의 계약 달성에는 도움이 되지 않음. 따라서 이번 상반기에도 매우 좋은 상업 계약 체결이 계속될 것으로 생각. 초기 단계 작업에 대한 요청과 RFP가 증가. 이는 생물보안법의 영향보다는 바이오텍 자금 조달이 개선된 결과라 생각. 이번 상반기에는 전년 대비 자금 조달이 거의 30% 증가. 자금 조달 영향이 재무에 반영되기까지는 약 6개월에서 9개월의 시간 지연이 항상 발생.

Q. 생물보안법으로 인해 새로운 고객과 대화를 나누고 있는지? 광범위하게는 의약품 개발자들에게 어떤 영향을 미치게 될지?

A. 생물보안법에 대한 생각이 크게 변하지는 않음. 32년까지 유예 가능하기 때문에 당장 조치를 취할 필요는 없으나 공급망에 대해 더 전략적으로 생각해야 한다는 점에서 다소 안도감을 갖게 되었다고 생각. 많은 논의가 진행 중이지만, 이것이 곧바로 새로운 비즈니스로 이어지는 것은 않았음. 당장 우리의 실적에 영향을 미치지는 않을 것으로 생각. 이것이 순풍이라면 즉각적인 것이 아니라 중기적인 순풍에 가까움.

우시애틀 2Q24 실적 콜 주요 내용

Q. 생물보안법의 영향은?

A. 법안으로 인해 사업에 불확실성이 생겼지만, 상반기 사업은 예상 목표를 달성. ATU(WuXi Advanced Therapies) 부문에서는 1Q보다 2Q에 생물보안법 영향을 더 크게 받음. 불확실성으로 인해 신규 주문 체결과 고객 유지가 더욱 어려워졌으며, 이러한 경향은 1Q보다 2Q에 더 강해짐. 현재 기존 프로젝트의 발전, 특히 상용화 및 임상 프로젝트 실행에 집중하고 있음.

II. 생산 – 미국의 생물보안법

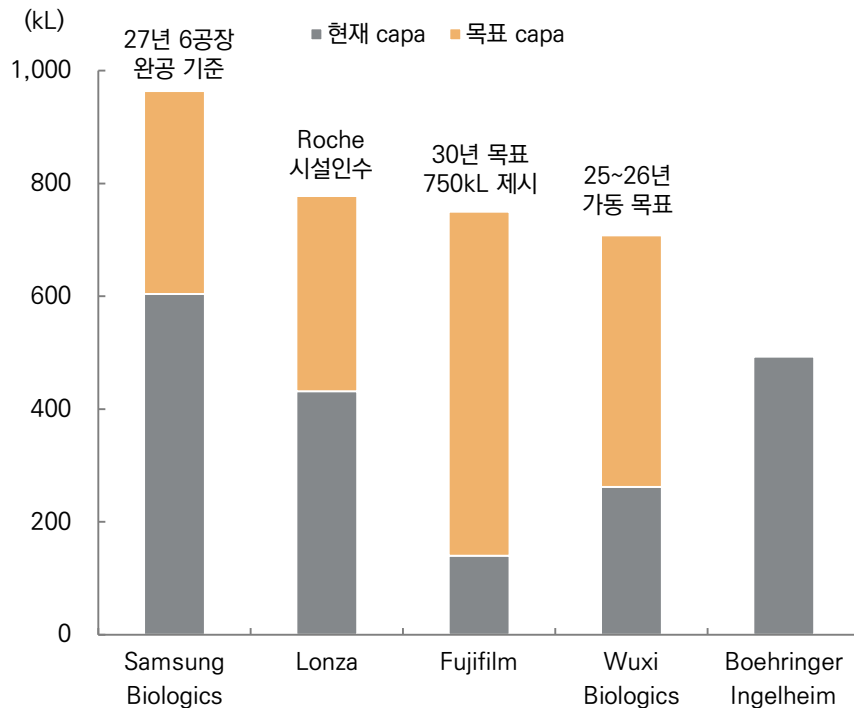
상업 생산

포유동물세포 기반

바이오리액터 캐파

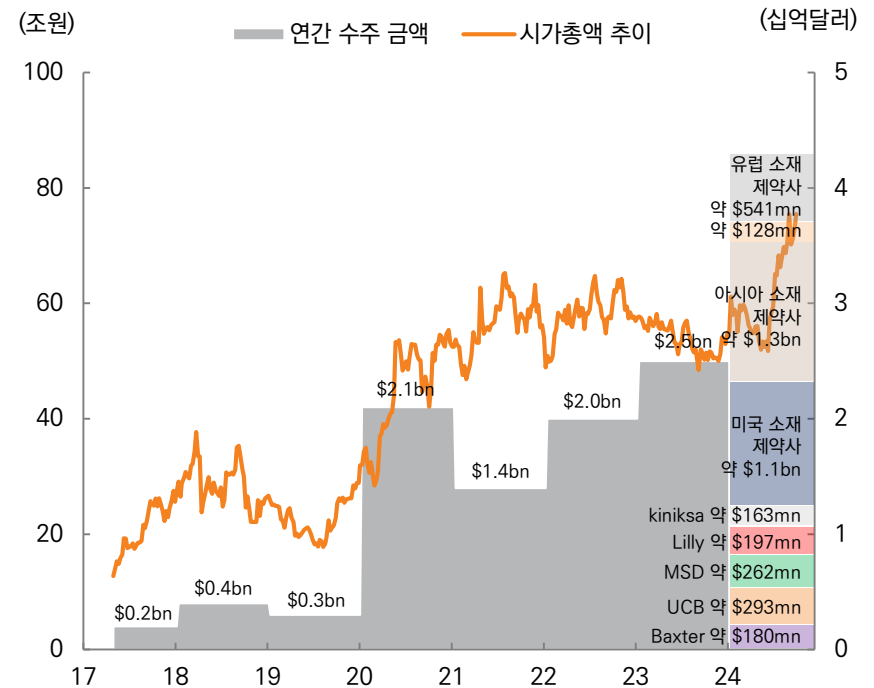
- 삼성바이오로직스 5공장 완공 시, 항체 생산 캐파 전세계 1위
- 25년 4월 5공장 완공 전 선수주 활동 중. 대규모 수주 가능성 점증
- 24F EBITDA 마진율: 삼성바이오로직스 44% vs. 론자 35% vs. 후지필름 ~15%

주요 CDMO 플레이어 캐파 확장 계획



자료: Bioprocess, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

삼성바이오로직스 시가총액과 연간 수주 금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터



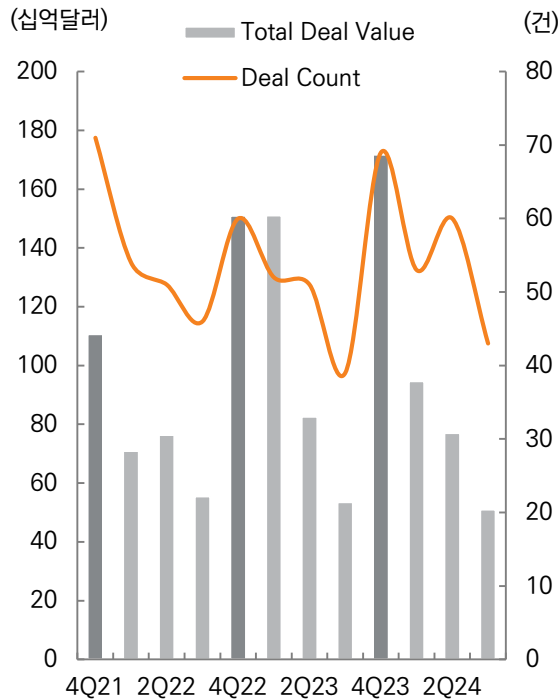
II — 개발 Develop

III. 개발 – M&A/라이센싱

금리 인하 시작, M&A 딜 증가 가능성

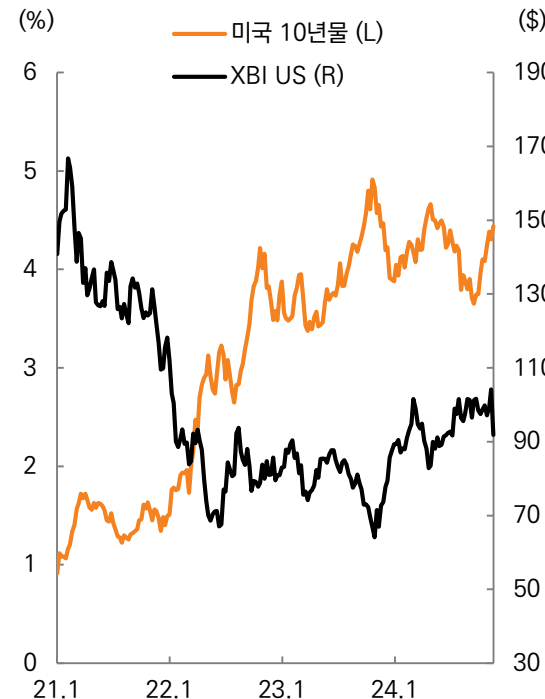
- 제약/바이오 M&A/라이센싱 딜, 감소 추세이나 4분기 계절적 성수기 진입
- 금리 인하 시작, 바이오텍의 밸류에이션/조달 환경 개선 가능성
- 상당히 낮아진 중소형 바이오텍의 밸류에이션, 빅파마의 선제적인 M&A/라이센싱 가능성
- 미국 대선 종료로 불확실성 완화에 따른 M&A 딜 활성화 기대
- 2025 M&A 딜センチメント 개선되며 미국 중소형 바이오텍(XBI US)의 주가 회복 예상
2025 국내 중소형 바이오텍(KOSDAQ Biotech) 또한 미국 바이오텍センチメント 연동 예상

분기별 총 3억달러 이상 M&A/Licensing 딜



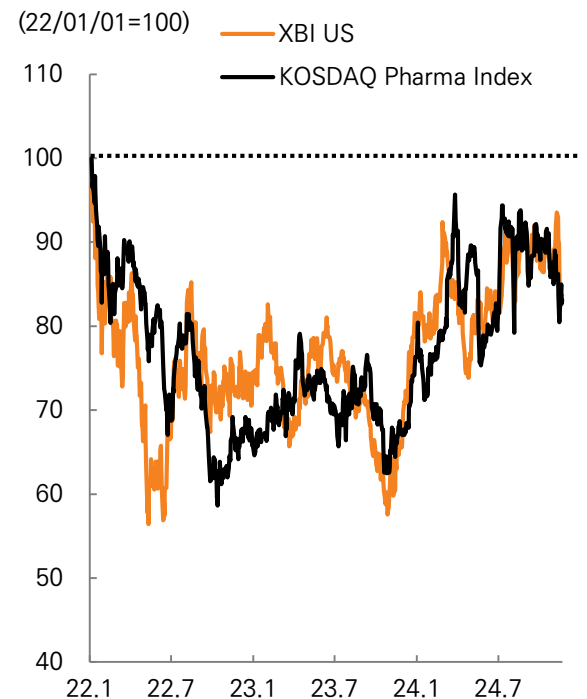
자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

금리와 중소형 바이오텍의 상관관계



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

22년 이후 XBI/코스닥 바이오 ETF 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 – M&A/라이센싱

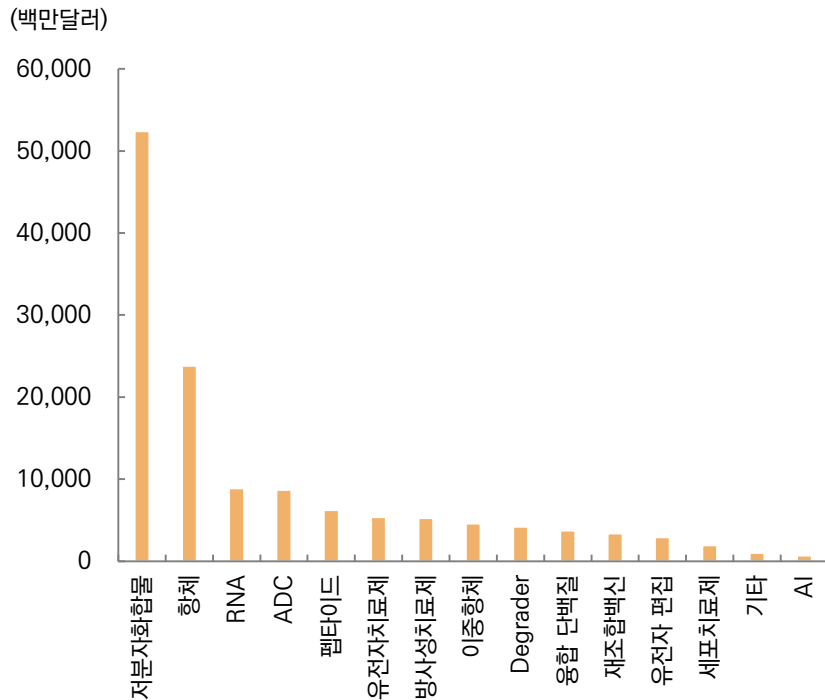
24년 바이오

주요 딜

모달리티/질환별 구분

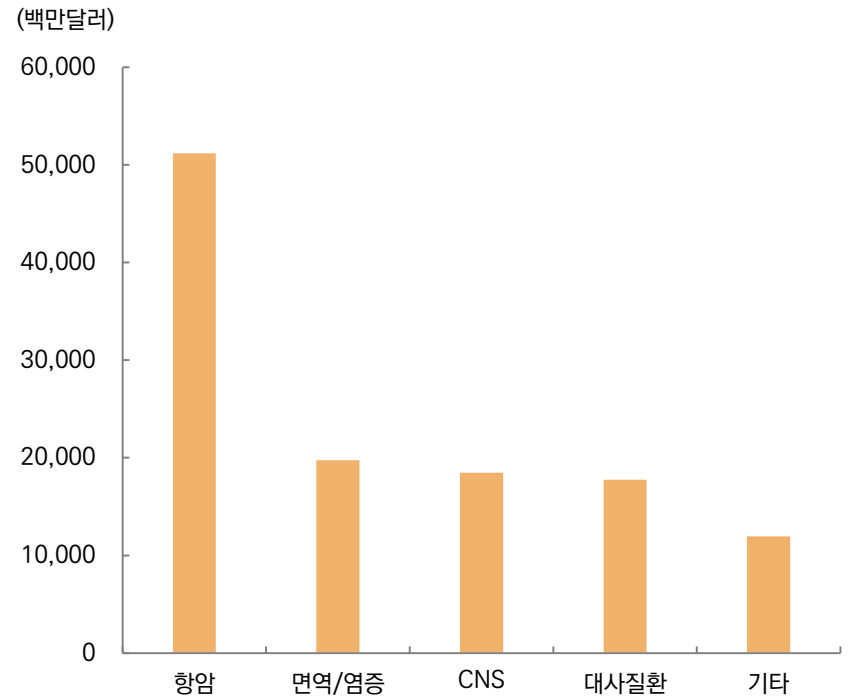
- 2024 3억달러 이상 규모 딜 분석
모달리티별 구분, 저분자화합물 > 항체 > RNA > ADC > 펩타이드
질환별 구분, 항암 > 염증/면역 > CNS > 대사질환
- 항암에서 Novartis-Morphosys, Ono-Deciphera, J&J-Ambrox, AZN-Fusion 등
염증/면역에서 Vertex-Alpine, Lilly-Morphic, Biogen-Hi-Bio 등
CNS에서 Lundbeck-Longboard, AbbVie-Aliada 등
대사/심혈관에서 Gilead-CymaBay, Novo-Cardior 등

2024 바이오 주요 딜 모달리티별 구분 (전체 규모 3억달러 이상)



자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

2024 바이오 주요 딜 질환별 구분 (전체 규모 3억달러 이상)



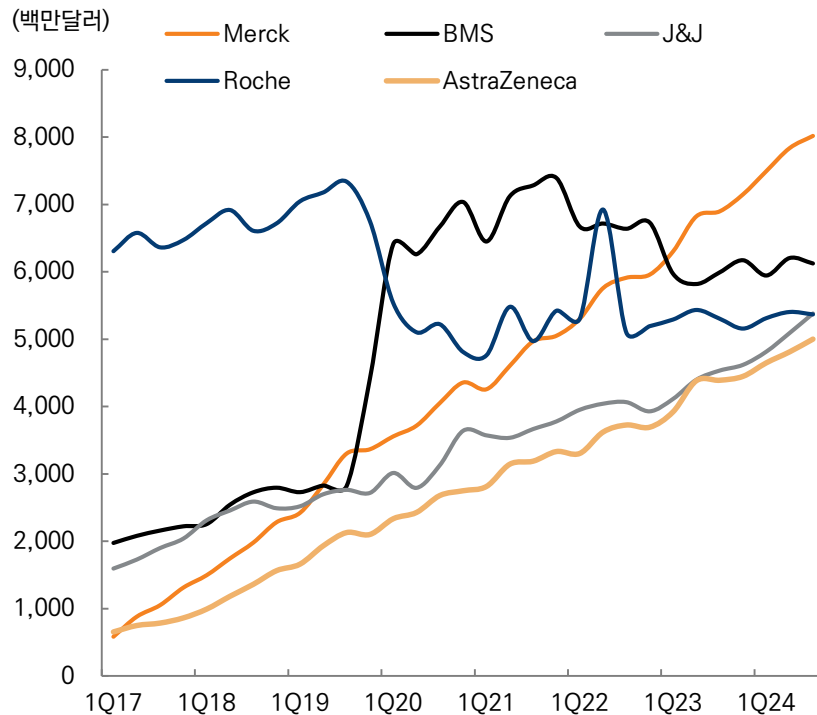
주: 기타에는 간, 감염, 신장, 혈액 질환 등
자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 항암제

키트루다 기반 머크의 고성장 지속

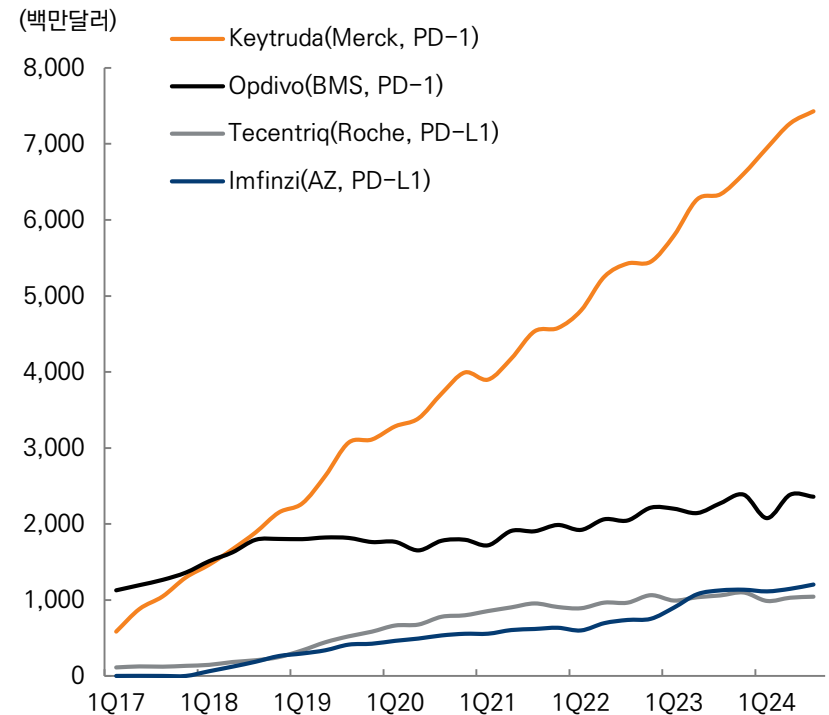
- 전통적인 항암제 강자 Roche는 아바스틴, 허셉틴, 리툭산 등 특허 만료로 항암제 매출 감소
- BMS는 레블리미드 특허 만료로 항암제 매출 감소
- 자누비아(당뇨) 등 대사질환 강자였던 Merck, 2014년 면역항암제 PD-1 키트루다 출시로 항암제 강자 등극
- 키트루다는 동일 계열(PD-(L)1) 중 가장 많은 적응증 확보하며 옹디보, 티센트릭 등과 격차를 더욱 벌리는 중
- 키트루다 IV(pembrolizumab) 28년 특허 만료 매출 감소 방어 위한 키트루다 SC(pembro+hyaluronidase) 임상3상 완료

분기 매출 기준, 글로벌 항암제 부문 1위 빅파마는 '머크(Merck)'



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

머크 1위 달성 동력은 PD-1 antibody '키트루다'



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 – 항암제

키트루다 SC Formulation, Berahyaluronidase 원개발사 알테오젠

- 임상3상에서 키트루다 IV와 PK 프로파일 비열등. 2차 평가 변수 유효성과 안전성 일관됨
구체적인 데이터는 다가오는 학회, 각국의 규제기관과 공유할 예정(허가신청)
- 머크는 초기 암(Neo-Adjuvant, Adjuvant, first-line)에서 환자 접근성을 크게 높일 수 있다는
측면에서 키트루다 SC를 중요한 혁신이라 생각. 28년 키트루다 50% 침투 가능성 언급
- 머크는 키트루다 주요 적응증인 비소세포폐암, 흑색종, 소세포폐암, 신장암 등에 대해 SC 임상 진행 중
- Berahyaluronidase 원개발사/기술수출은 국내 알테오젠(Alteogen)

머크의 키트루다+berahyaluronidase 임상3상 성공 발표

November 19, 2024 6:45 am ET

Investigational subcutaneous pembrolizumab and berahyaluronidase alfa, in combination with chemotherapy, demonstrates noninferior pharmacokinetics compared to intravenous KEYTRUDA in combination with chemotherapy in adults with metastatic non-small cell lung cancer

Merck to discuss results from MK-3475A-D77 study with regulatory authorities worldwide

RAHWAY, N.J.--(BUSINESS WIRE)-- Merck (NYSE: MRK), known as MSD outside of the United States and Canada, today announced positive topline results from the pivotal Phase 3 MK-3475A-D77 trial. The trial is evaluating the noninferiority of subcutaneous administration of pembrolizumab, Merck's anti-PD-1 therapy, available for intravenous use as KEYTRUDA[®], together with berahyaluronidase alfa, a hyaluronidase variant developed and manufactured by Alteogen Inc. (MK-3475A; "subcutaneous pembrolizumab"), administered with chemotherapy versus intravenous (IV) KEYTRUDA administered with chemotherapy for the first-line treatment of adult patients with metastatic non-small cell lung cancer (NSCLC).

The Phase 3 trial met its dual primary pharmacokinetic (PK) endpoints. Specifically, subcutaneous pembrolizumab administered every six weeks with chemotherapy demonstrated noninferiority of Area Under the Curve (AUC) exposure of pembrolizumab during the first dosing cycle, and trough concentration (C_{trough}) of pembrolizumab measured at steady state, compared to IV KEYTRUDA administered every six weeks in combination with chemotherapy. Additionally, secondary endpoints of efficacy and safety were generally consistent for subcutaneous pembrolizumab administered with chemotherapy compared with IV KEYTRUDA administered with chemotherapy. These results, as well as those from ongoing analyses, will be presented at an upcoming medical meeting and shared with regulatory authorities worldwide.

자료: Merck, 미래에셋증권 리서치센터

MK3475A(Pembro+hyaluronidase) 임상시험 현황 (11/21)

Study Title	NCT No.	Status	Conditions	Interventions
A Study of MK-3475A (Pembrolizumab Formulated With MK-5180) in Japanese Participants With Recurrent or Metastatic Cutaneous Squamous Cell Carcinoma (R/M cSCC) or Locally Advanced (LA) Unresectable cSCC (MK-3475A-E39)	NCT 06041802	Recruiting	- Squamous Cell Carcinoma	- Biological: MK-3475A
A Study to Evaluate the Bioavailability of Pembrolizumab (MK-3475) Via SC Injection of MK-3475A (Pembrolizumab Formulated With MK-5180) In Advanced Solid Tumors (MK-3475A-C18)	NCT 05017012	Active, not Recruiting	- Advanced or Metastatic Solid Tumors	- Biological: MK-3475A - Drug: Pemetrexed - 5 more
A Study of Participant Reported Preference for SC Pembrolizumab Coformulated With Hyaluronidase (MK-3475A) Over Intravenous Pembrolizumab (MK-3475) Formulation in Multiple Tumor Types (MK-3475A-F11)	NCT 06099782	Recruiting	- Non-Small Cell Lung Cancer - Renal Cell Carcinoma - Melanoma	- Biological: Pembrolizumab coformulated with Hyaluronidase - Biological: Pembrolizumab
A Study of SC Pembrolizumab Coformulated With Hyaluronidase (MK-3475A) vs IV Pembrolizumab in Adult Participants With Metastatic Non-small Cell Lung Cancer (NSCLC) (MK-3475A-D77)-Japan Extension	NCT 06212752	Active, not recruiting	- Metastatic Non-small Cell Lung Cancer	- Biological: Pembrolizumab coformulated with Hyaluronidase - Drug: Pemetrexed - Drug: Cisplatin - 6 more
A Study to Evaluate the Safety and Efficacy of Pembrolizumab (MK-3475) Coformulated With Hyaluronidase (MK-3475A) in Participants With Relapsed or Refractory Classical Hodgkin Lymphoma (rrCHL) or Relapsed or Refractory Primary Mediastinal Large B-cell Lymphoma (rPMBCL)(MK-3475A-F65)	NCT 06504394	Recruiting	- Classical Hodgkin Lymphoma Recurrent - Classical Hodgkin Lymphoma Refractory - 2 more	- Biological: Pembrolizumab coformulated with Hyaluronidase
A Study of SC Pembrolizumab Coformulated With Hyaluronidase (MK-3475A) vs IV Pembrolizumab in Adult Participants With Metastatic Non-small Cell Lung Cancer (NSCLC) (MK-3475A-D77)	NCT 05722015	Active, not Recruiting	- Metastatic Non-small Cell Lung Cancer	- Biological: Pembrolizumab coformulated with Hyaluronidase - Drug: Pemetrexed - Drug: Cisplatin - 6 more

자료: ClinicalTrials.gov, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 – 항암제

알테오젠 키트루다 SC 계약 밸류에이션

- 우리의 가정에 따르면 키트루다 SC에 대한 rNPV는 6.4조원 수준(성공확률 95%). 다만,
 - 1) 머크의 전세계 No.1 항암제 키트루다라는 점,
 - 2) 머크가 키트루다 SC 제형에 대한 판매 의지가 상당히 높다는 점,
 - 3) 마일스톤+예상 로열티 규모로 보았을 때 현재까지 국내에서 있던 딜과 비교해 압도적 규모라는 점,
 - 4) 머크라는 파트너 공개로 쌓인 알테오젠의 레퍼런스
 - 5) 자체 생산 가능성 및 상업화 임박 등을 고려해 Biotech을 넘어 Pharma로 도약 가능성
- 기업의 연속성, 성공확률 100% 가정해 Multiple을 적용하면 10x→7.2조, 20x→14.3조원, 30x→21조원

rNPV 밸류에이션 기본 가정

	내용
①	25년 키트루다 SC 제형 출시. 현재 임상3상 성공, 임상성공확률 95%
②	키트루다 연간 최대 매출액 28년에 \$33.5bn
③	28년까지 SC 전환율 50%에서 31년 최대 90%
④	29년부터 키트루다 IV 시밀러 등장에 따른 키트루다 매출 -5% 감소 할로자임 특허만료(유럽 32년, 미국 34년) 이후 -10% 감소
⑤	판매 마일스톤 수령: 키트루다 SC 누적 매출 1, 3, 5, 7, 10, 15, \$20bn 달성
⑥	로열티 5%, 환율 1,350원
⑦	키트루다 SC 특허만료 2039년 가정 이후 영구성장을 -20%
⑧	할인율 10%, 세율 20%

키트루다 SC 변경 계약 rNPV 밸류에이션

	24F	25F	26F	27F	28F	29F...	32F	33F	34F	35F...	39F
	키트루다 IV 만료						할로자임 EU 만료		할로자임 US 만료		키트루다 SC 만료
키트루다 매출 (\$bn)	27.9	30.1	32.2	33.5	33.5	31.8	27.3	25.4	23.6	21.3	14.0
키트루다 미국 매출	16.9	18.3	19.5	20.5	20.5	19.5	16.7	15.9	15.1	13.6	8.9
YoY 성장률	11.5%	8.3%	6.8%	5.1%	0.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
키트루다 미국 외 매출	11.0	11.9	12.7	13.0	13.0	12.4	10.6	9.5	8.6	7.7	5.1
YoY 성장률	11.1%	7.7%	6.8%	2.8%	0.0%	-5.0%	-5.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
SC 침투율 가정		5%	10%	30%	50%	70%	90%	90%	90%	90%	90%
SC 매출액 (\$bn)		1.5	3.2	10.1	16.8	22.3	24.6	22.9	21.3	19.2	12.6
Sales 마일스톤 (\$mn)		116.0	115.95	347.85	432						
Sales 로열티 (\$mn)	5%				576	1114	1228	1143	1064	958	628
Tax (\$mn)	20%		23.2	69.6	201.6	222.8	245.6	228.5	212.8	191.5	125.7
FCF (\$mn)		93	93	278	806	891	982	914	851	766	503
FCF 현재가치 (\$mn)	10%(WACC)	84	77	209	551	553	458	388	328	269	120
FCF 현재가치 합 (\$mn)		4,660									TV
TV 현재가치 (\$mn)		331									1,676
적정 가치 (\$mn)	95%(POS)	4,742									영구성장률 -20%
적정 가치 (억원)		64,021									

키트루다 SC 변경 계약 멀티플 적용 밸류에이션

Multiple 밸류에이션		25F	26F	27F	28F	29F	32F	33F	34F	35F	39F
NOPLAT (\$mn)		92.8	92.8	278.3	806.4	891.1	982.3	914.1	851.3	766.1	502.7
NOPLAT (억원)		1,206	1,206	3,618	10,483	11,584	12,770	11,884	11,066	9,960	6,535
현재가치 (억원)	10%	1,096	997	2,718	7,160	7,193	5,957	5,040	4,267	3,491	1,564
할로자임 12m 멀티플	10x	10,963	9,966	27,180	71,602	71,929	59,572	50,398	42,666	34,908	15,643
국내 제약사 12m 멀티플	20x	21,925	19,932	54,360	143,203	143,859	119,144	100,796	85,331	69,817	31,287
삼바/셀트 12m 멀티플	30x	32,888	29,898	81,540	214,805	215,788	178,717	151,194	127,997	104,725	46,930

자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 항암제

빅파마들의 ADC에 대한 높은 관심

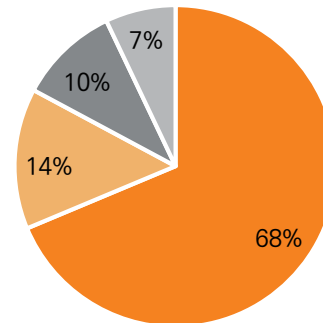
- 거의 모든 빅파마들이 항암제 영역에서 ADC 모달리티 확보 노력
- 22년 아스트라제네카/다이이찌산쿄는 HER2+를 넘어 HER2-low에서도 긍정적인 데이터를 발표하며 ADC 전성기 촉발
- DESTINY-Breast06에서 HER2-low 및 HER2-ultralow에서도 통계적으로 유의하고 임상적으로 의미있는 PFS 개선을 관찰(ASCO 2024)

빅파마들의 ADC에 대한 관심

기업명	ADC 관련 투자 및 파이프라인
일라이릴리	2024-02-15 릴리 아시아 벤처스, FRα, CD70, PTK7 타깃 임상 진행 프로파운드 시리즈 B 펀딩 참여
	2023-10-19 프랑스 PSARLink 기술보유 ADC 개발기업 마블링크 바이오사이언스 인수
	2023-07-06 독일 차세대 넥탄-4 ADC 개발사 이머전스 테라퓨틱스 인수
J&J	2024-01-08 PSMA ADC 'ARX517' 개발사 엠브릭스 바이오파마 20억 달러 인수
	2023-12-26 리가켄바이오 Trop2 ADC 17억 달러 라이선스 인
머크	2024-04-05 캐리스와 분자 프로파일링 플랫폼 활용해 ADC 신규 항암 표적 발굴 파트너십
	2023-12-18 키트루다 ADC 병용 방광암 적응증 5개월 앞서 정식 FDA 승인
	2023-10-20 다이이찌산쿄 HER3-DXd, I-DXd, R-DXd 3종 글로벌 개발/상용화 220억 달러 라이선스 인
애브비	2023-12-01 난소암 ADC 신약 보유 이뮤노젠 101억 달러 인수
	2023-05-22 애브비-젠맵, CD3xCD20 이중항체 앵킨리 DLBCL 3차 FDA 승인
로슈	2024-01-04 모마테라퓨틱스의 'KknowledgeBase' 이용하여 ADC 후보물질 발굴 최대 20억 달러 딜
	2024-01-02 메디링크의 c-MET 타깃 ADC 'YL211' 10억 달러 라이선스 인
	2023-04-24 ADC '폴리비' 20년 만에 DLBCL 1차라인 승인
AZ	2024-11-12 지난 2월 제출 BLA 자발적 철회 후 EGFR 돌연변이 비소세포폐암에 대한 새로운 BLA 제출
	2024-02-20 이전 치료 경험 있는 비편평 비소세포폐암 대상 Dato-DXd BLA 제출
	2023-05-15 라노바 메디신스서 다발성골수종 겨냥 ADC 항암제 5억 4500만 달러 도입
	2023-02-28 KYM 바이오사이언스 클라우딘18.2 타깃 ADC 'CMG901' 11억 달러 라이선스 인
화이자	2023-12-14 Nona Biosciences와 MSLN(메소텔린) 표적 ADC HBM9033의 독점 라이선스 계약
	2023-03-13 애드스트리스, 파드셉, 투키사 ADC 개발사 씨젠 430억 달러에 인수
암젠	2023-01-05 시나픽스와 최대 20억 달러 규모로 ADC 개발 계약 체결
	2022-12-23 리가켄바이오와 5개 타깃 ADC 개발 최대 12억 5000만 달러 규모의 기술 이전 계약

자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

유방암 구분, 엔허투 임상시험 현황



- HR+, HER2-
- HER2+
- TNBC
- 기타

Redefining HER2 expression across breast cancer



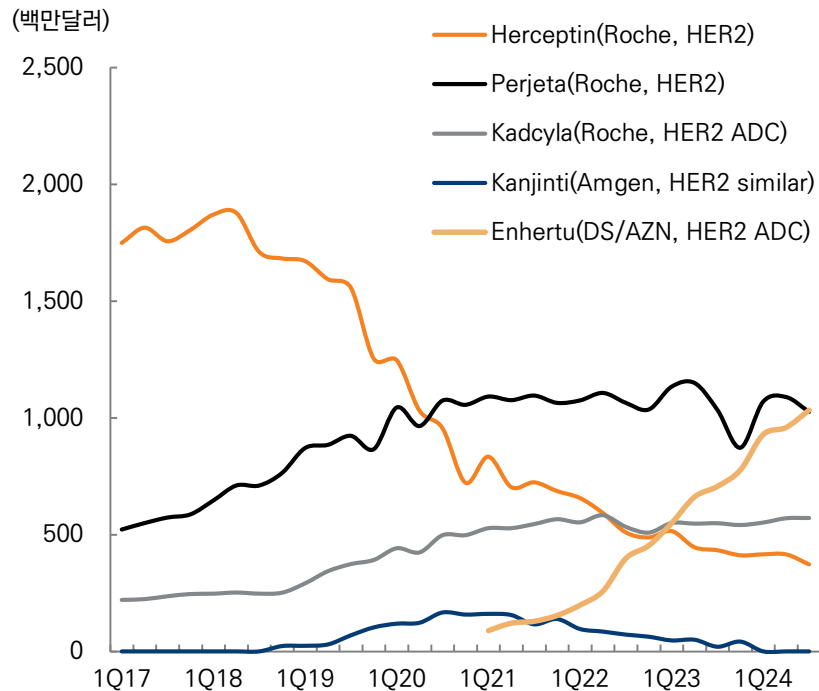
자료: NCCN, AZN, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 항암제

빅파마들의 ADC에 대한 높은 관심

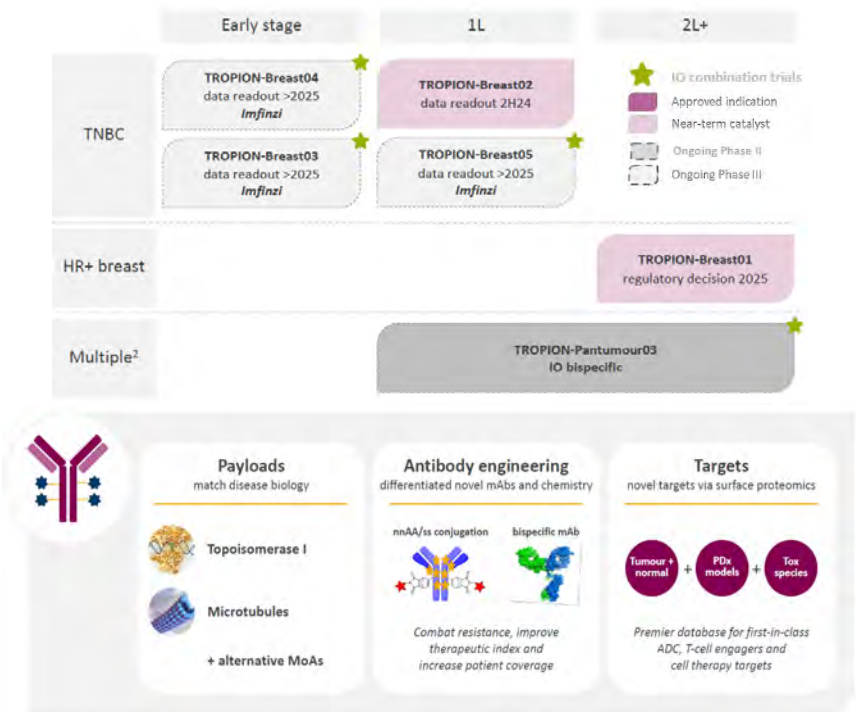
- 엔허투는 분기 매출 기준 HER2+에만 사용되던 허셉틴과 퍼제타 역전
- 엔허투 후속 블록버스터 기대 TROP-2 ADC인 Dato-DXd, 유방암을 시작으로 임핀지 등 면역항암제와 병용 임상으로 신규 암종으로 침투 확대 예정
- 이외에도 페이로드의 다양화, 이중항체 등 항체 엔지니어링 추구

엔허투의 급격한 성장. 분기 매출 기준 퍼제타 역전



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Dato-DXd 임상 계획 및 ADC 개발 전략



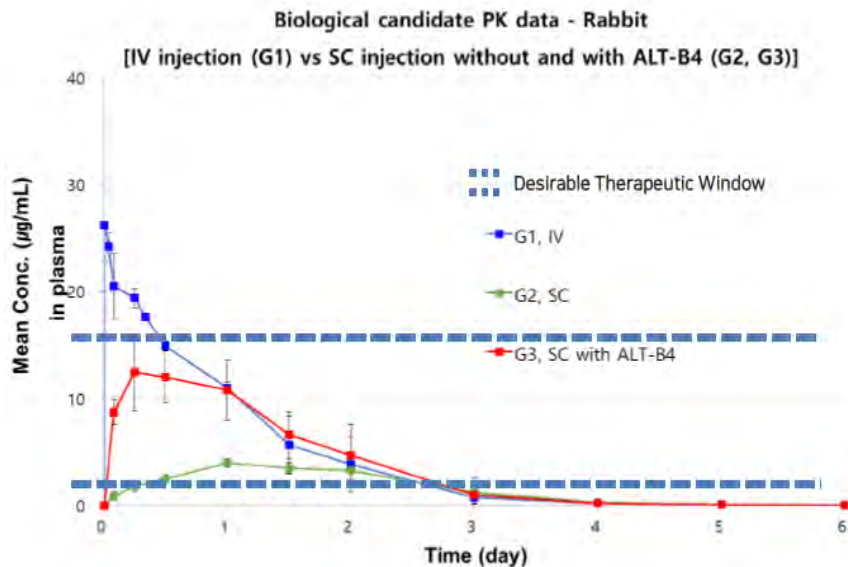
자료: AZN, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 항암제

알테오젠의 Hybrozyme 엔허투 SC 제형 개발

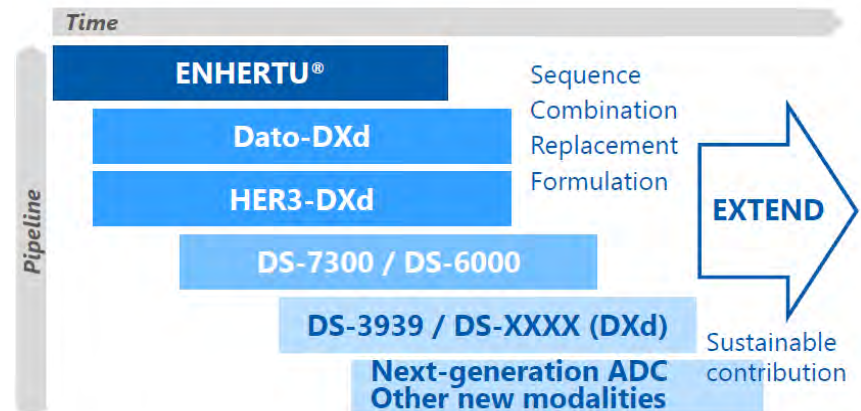
- 알테오젠은 다이이찌산쿄의 엔허투의 SC 개발 및 판매에 대한 독점적 라이선스 계약 체결
- 계약금 \$20mn, 마일스톤 \$280mn, 첫 상업 판매 시작 이후 판매 목표 달성하면 계약 지역에서 발생한 순매출의 일정 비율에 해당하는 금액을 로열티로 수취
- 전임상에서 IV 제형 및 ALT-B4 없는 SC 투약과 비교해 우월한 PK데이터 확보
- IV제형 대비 혈중 최고 약물 농도 낮춤으로써 부작용 개선 가능성 및 투약 편의성 장점
- 현재 출시된 ADC는 모두 IV제형. 추가적인 딜 가능성 점증

ADC 후보물질의 전임상 PK 데이터



자료: 알테오젠, 미래에셋증권 리서치센터

다이이찌산쿄의 ADC 개발 계획



- Address unmet needs **after ENHERTU®** treatment
- Seek effective **treatment sequencing, novel combination, or formulation** to enhance efficacy and improve treatment
- Grow early pipeline** following 5DXd ADCs to contribute to more patients in the future

자료: 다이이찌산쿄, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 항암제

알테오젠 엔허투 SC 계약 밸류에이션

- 우리의 가정에 따르면 엔허투 SC에 대한 rNPV는 1.2조원 수준(성공확률 30%). 다만,
 - 1) 전 세계 No.1 ADC 엔허투와 계약이라는 점,
 - 2) ADC 모달리티에 대한 SC 제형변경 첫 번째 계약이라는 점,
 - 3) 다이이피산교라는 파트너 공개로 쌓인 알테오젠의 레퍼런스
 - 4) 자체 생산 가능성 및 상업화 에셋(키트루다SC) 확보에 따라 Biotech를 넘어 Pharma 도약 가능성
- 기업의 연속성, 성공확률 100% 가정해 Multiple을 적용하면 10x→3.9조원, 20x →7.8조원, 30x→11.6조원

rNPV 밸류에이션 기본 가정

	내용
①	30년 엔허투 SC 제형 출시. 임상 진입 전. 임상성공확률 30%
②	엔허투 연간 최대 매출액 33년에 \$20.5bn
③	33년까지 SC 전환율 50%에서 36년 최대 90%
④	34년부터 엔허투 IV 시밀러 등장에 따른 엔허투 매출 -5% 감소
⑤	마일스톤 수령: 엔허투 SC 1상, 3상, 허가, SC 누적 매출 1,3,5,7, \$10 달성
⑥	로열티 7%, 환율 1,350원
⑦	엔허투 SC 특허만료 2043년. 이후 영구성장률 -20%
⑧	할인율 10%, 세율 20%

엔허투 SC 계약 rNPV 밸류에이션

	24F	25F...	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F...	43F
	엔허투 IV 특허만료										엔허투 SC 만료
엔허투 매출 (\$bn)	4.2	6.2	15.0	16.7	17.8	18.9	20.0	19.0	18.1	17.1	12.7
YoY 성장률	41.2%	47.2%	14.5%	11.8%	6.5%	6.1%	5.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
SC 침투율 가정				5%	10%	30%	50%	70%	80%	90%	90%
SC 매출액 (\$bn)			0.8	1.8	5.7	10.0	13.3	14.4	15.4		10.8
마일스톤 (\$mn)		3	12	12	47	140	47				
Sales 로열티 (\$mn)	7%			59	125	397	700	931	1011	1080	754
Tax (\$mn)	20%	0.6	2.3	14.0	34.3	107.4	149.3	186.2	202.2	216.1	150.9
FCF (\$mn)		2	9	56	137	430	597	745	809	864	604
FCF 현재가치 (\$mn)	10%(WACC)	2	6	32	70	200	253	287	283	275	144
FCF 현재가치 합 (\$mn)		2,655									TV 2,012
TV 현재가치 (\$mn)		398									영구성장률 -20%
적정 가치 (\$mn)	30%(POS)	916									
적정 가치 (억원)		12,366									

엔허투 SC Multiple 밸류에이션

		25F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F	39F
NOPLAT (\$mn)		3.6	14.4	61.2	157.3	490.4	617.6	744.8	808.6	864.2	741.0
NOPLAT (억원)		47	187	826	2,124	6,621	8,338	10,055	10,917	11,667	10,003
현재가치 (억원)	10%	43	116	466	1,090	3,089	3,536	3,877	3,826	3,718	2,395
할로자임 12m 멀티플	10x	425	1,162	4,664	10,900	30,886	35,360	38,766	38,262	37,175	23,947
국내 제약사 12m 멀티플	20x	851	2,325	9,329	21,800	61,771	70,719	77,531	76,524	74,350	47,893
삼바/셀트 12m 멀티플	30x	1,276	3,487	13,993	32,701	92,657	106,079	116,297	114,786	111,525	71,840

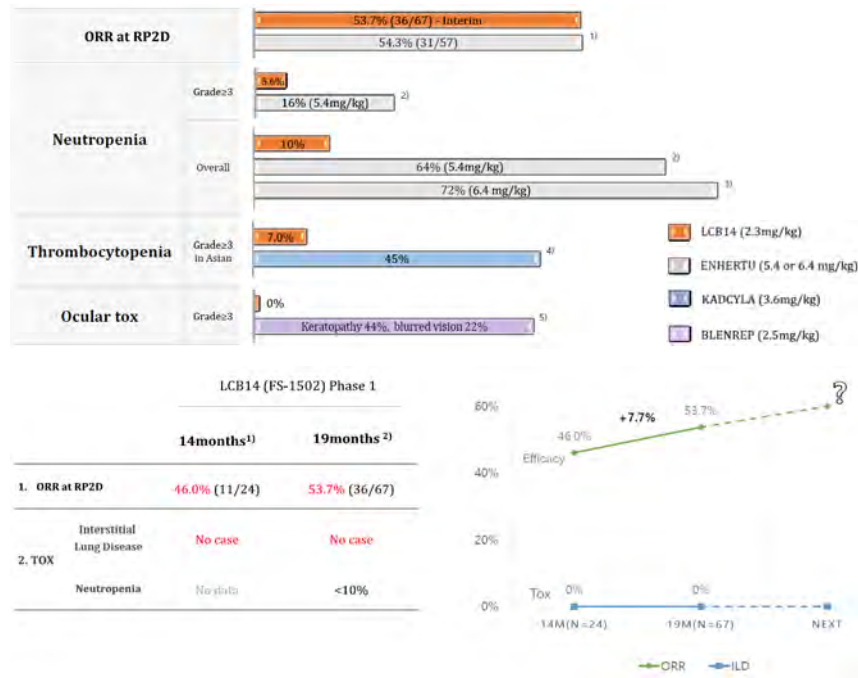
주: 주요 가정은 주황색 음영
자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 항암제

리가켄바이오의 첫번째 자체 임상 아이템 J&J에 TROP2 ADC 기술수출

- 리가켄바이오, 현재까지 J&J, Amgen, Takeda 등 총 15건의 기술이전 성과, \$8.3bn+alpha 규모
- LCB14(HER2 ADC) 임상1상에서 경쟁 약물들 대비 우수한 효능과 독성 데이터 확보
- TROP-2 ADC LCB84, 전임상에서 경쟁 약품 대비 우월한 데이터 도출, J&J에 기술수출
- 오리온의 최대 주주 등극에 따라 현금확보 우려 없음. 전임상에서 Topo 1 payload 및 STING 등 신규 페이로드 개발 중이며, 5개 물질의 전임상 에셋 보유

LCB14는 경쟁 HER2 ADC 대비 우수한 효능과 독성 데이터



자료: ASCO 23, 리가켄바이오, 미래에셋증권 리서치센터

LCB84 전임상에서 경쟁 약품 대비 Therapeutic Index 넓음

TROP-2 ADC	Minimum Efficacious Dose (xenografts; q3wk)	Maximum Tolerated Dose (HNSTD NHPs; q3wk x 2)	Therapeutic Index
Trodelyv (TROP2-SN38)	100 mg/kg	120 mg/kg	1.2
Dato-DXd (TROP2-DXD)	10 mg/kg	10 mg/kg	1
LCB84* (TROP2-MMAE)	2 mg/kg	12 mg/kg	6

구분	내용
임상 제목	진행성 고형종양에서 TROP2 ADC 단독 및 Anti-PD-1 항체 병용요법 평가
NCT number	NCT05941507
임상 시작	2023-10-05
임상 종료	2027-01
환자 수	300
임상단계	임상1/2상
환자 모집	1상 dose escalation 표준치료 불응 환자 2상 dose expansion 표준치료 불응 환자 (코호트 적응증은 1상 데이터 기반으로 우선순위) 이전에 TROP2 표적 치료 받은 환자 허용 제외: CNS 전이

자료: Clinical Trials, 리가켄바이오, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 항암제

오노약품공업에 L1CAM-ADC 기술 수출 및 추가 기술수출 가능성

- 지난 10월, 오노약품공업과 ADC프로덕트와 ADC플랫폼(멀티 타겟)에 대한 2건의 패키지딜 체결
- 1) LCB97(L1CAM-ADC)의 계약 총 규모는 \$700mn + 로열티. LCB97 후보물질은 리가캠의 플랫폼 기술을 기반으로 발굴되었으며, 고형암 비임상단계 계열 내 first-in-class 약물에 해당
- 2) ADC 플랫폼인 ConjuAll 기술의 공동연구 및 라이선스 계약 체결. 오노약품은 복수의 타겟에 대한 ADC 후보물질을 발굴할 수 있는 글로벌 독점권 확보
- 이외에도 B7-H4, Claudin18.2 등 유망한 전임상 파이프라인 보유

리가캠바이오 ADC프로덕트 파이프라인

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

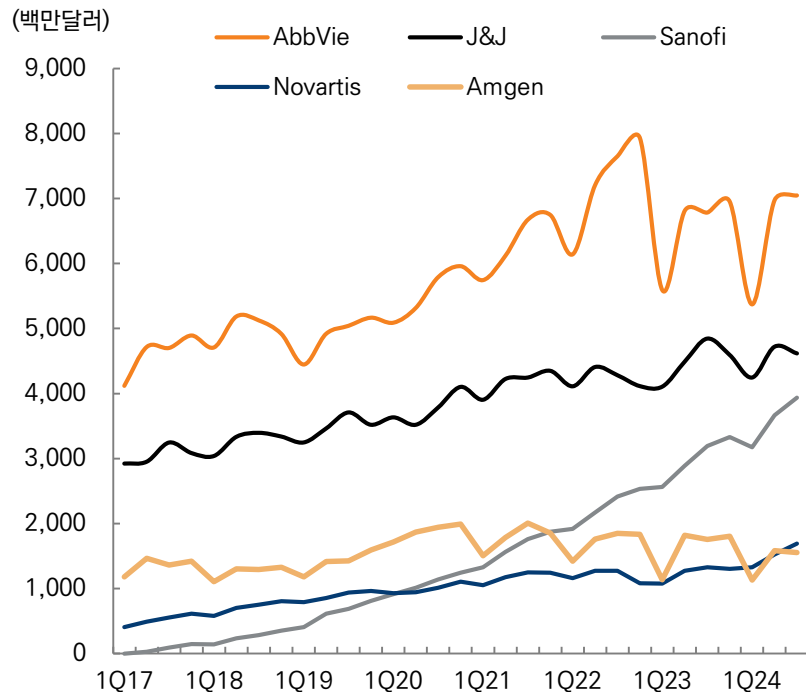
자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 면역/염증

면역/염증 부문의 블록버스터 특허 만료

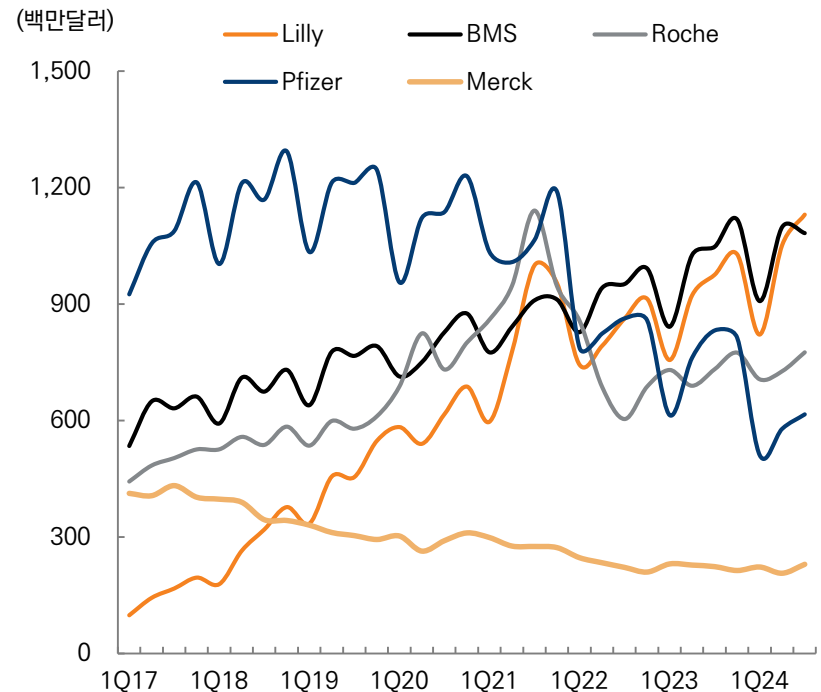
- 면역질환 강자 애브비, 존슨앤존슨의 면역/염증 부문의 성장 정체
- IL-4/13 듀픽센트(아토피) 기반으로 사노피의 가파른 상승세
- IL-17 탈츠(건선), JAK 올루미엔트(RA), IL-13 애플리스(아토피), IL-23 옴보(IBD) 기반 릴리의 성장

주요 빅파마 염증/면역 부문 분기 매출 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 빅파마 염증/면역 부문 분기 매출 추이



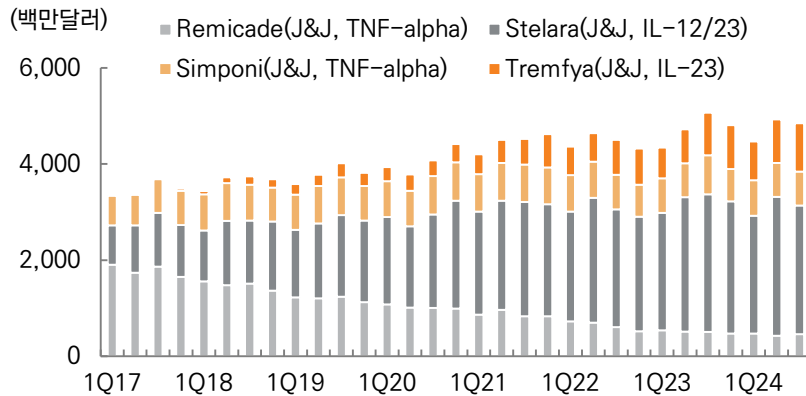
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 면역/염증

면역/염증 부문의 블록버스터 특허 만료

- 자가면역질환 내 TNF-alpha 계열(휴미라, 레미케이드, 엔브렐 등)의 특허만료, Interleukin(스텔라라 등) 계열의 특허만료로 신규 타겟 M&A 가능성 점증
- 존슨앤존슨, 레미케이드(TNF-alpha), 심포니(TNF-alpha), 스텔라라(IL-12/23), 트렘피아(IL-23)에 이어 후속 면역질환 블록버스터로 FcRn nipocalimab을 기대. 25년 스텔라라 특허만료, 시밀러 진입
- 애브비는 23년 휴미라 특허만료로 매출액 급감. 후속 아이템 스카이리지(IL-23)와 린보큐(JAK)로 집중. 후기단계 면역질환 파이프라인 부재

존슨앤존슨의 면역 질환 치료제 분기 매출 추이 및 nipocalimab 포텐셜



Pipeline to deliver ~14 novel therapies with PYS of \$1B+ filed through 2025

Five with \$5B+ potential

\$5B+ Potential \$1B+ Potential

2021 approvals

Select novel therapy approvals & filings in 2021-2025 timeframe

Ponvory (oprelvekin)

cilta-cel Multiple myeloma

amivantamab + lazertinib NSCLC

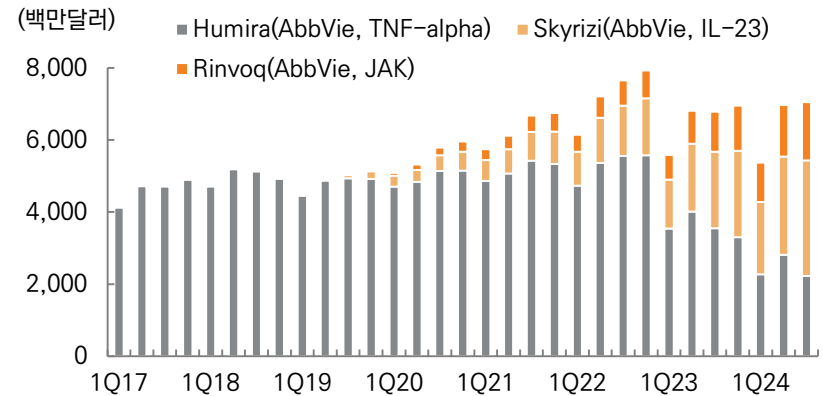
TARIS platform Bladder cancer

nipocalimab Antibody-driven diseases

milvexian Thrombosis

자료: J&J, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

애브비의 면역질환 치료제 분기 매출 추이 및 면역질환 파이프라인



브랜드/물질명	기전	적응증	단계
SKYRIZI	IL-23	크론병, 건선, 건선성 관절염	허가
		궤양성대장염	임상3상
RINVOQ	JAK1	강직성척추염, 아토피, 크론병, 건선성관절염, 류마티스관절염, 궤양성대장염	허가
		거대세포 동맥염, 화농한성염, 루푸스	임상3상
LUTIKIZUMAB	IL-1a/1b	화농한성염	임상2상
ALPN-101	CD28xICOS	루푸스	임상2상
ABBV-668	RIPK1	궤양성대장염	임상2상

자료: AbbVie, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

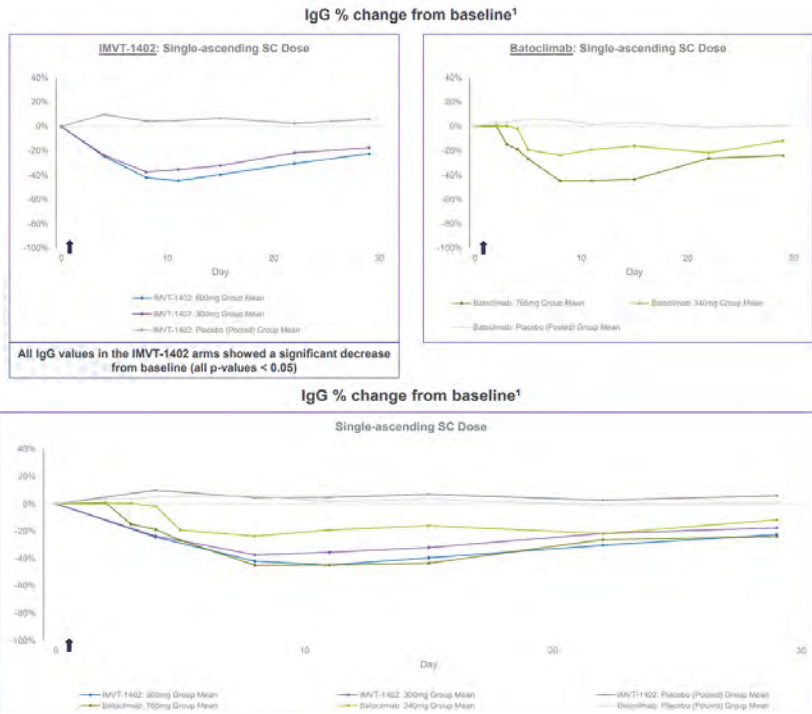
III. 개발 - 면역/염증

IMVT-1402

Best-in-class 가능성

- MVT-1402 기대 이상의 효능 및 안전성 확인. Best-in-class 가능성
300mg 반복 투여에서 -63% IgG 감소 효능을 확인. 알부민 저해 없었고, LDL에 영향을 미치지 않음
SC제형이라는 장점 보유. 600mg 반복 투여에서 회사는 -74% 중반 IgG 감소 달성
(vs. Argenx ~70%, J&J ~80%, UCB ~50%)
- 추가이/로슈의 IL-6 antibody Enspryng gMG 임상3상에서 이점 정도 기대 이하
5/29 R&D Day를 통해 Biohaven IgG Degradar 기대 이하의 임상1상 예비 결과 발표
(코호트 4에서 96시간 IgG 37% 감소 도달. vs. 전임상에서 70% 수준의 감소)

IMVT-1402 SAD, 바토클리맵과 유사한 수준의 IgG 저해



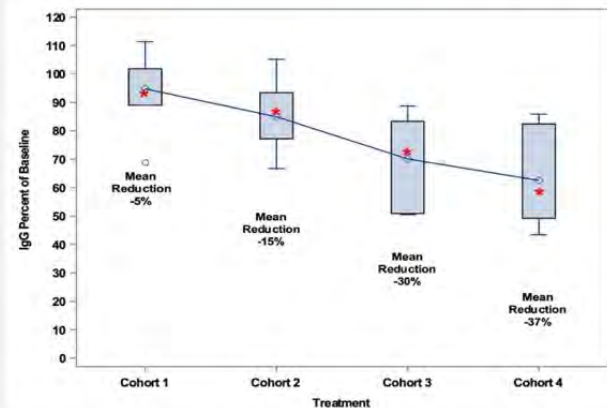
자료: Immunovant, 미래에셋증권 리서치센터

추가이/로슈 Enspryng gMG 코멘트 및 BHV-1300 전임상 데이터

Results of Phase III Study of Enspryng in Patients with Generalized Myasthenia Gravis

- Statistically significant data was observed in the primary endpoint of the phase III LUMINESCE study, however the results did not reach our expectations on the degree of clinical benefit
- Enspryng safety profile in generalized myasthenia gravis (gMG) is consistent with that in neuromyelitis optica spectrum disorder (NMOSD)
- Detailed results will be presented at the American Academy of Neurology (AAN) 2024 Annual Meeting

BHV-1300 Maximum IgG Percent of Baseline Within 96 Hours



자료: Chuguai, Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

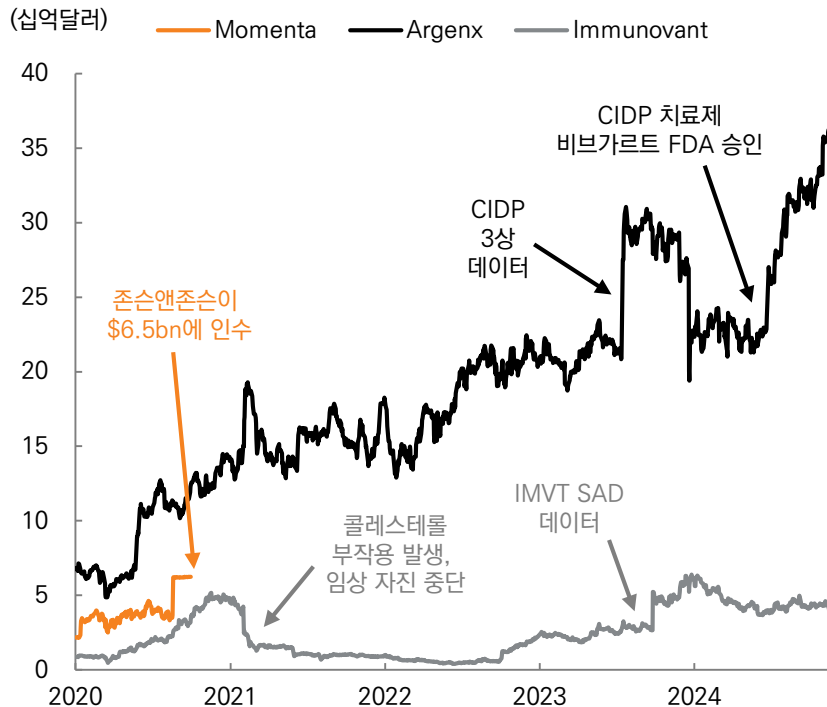
III. 개발 - 면역/염증

IMVT 2025

주요 이벤트

- 24년 말 IMVT-1402 그레이브스병(GD) pivotal 임상 진입
- 1Q25까지 IMVT-1402 pivotal 임상 2~5건 진입
- 1Q25까지 batocalimab 중증근무력증(MG) 3상 데이터 및 다발성신경병증(CIDP) 2b 데이터 발표
- 1H25까지 batocalimab 갑상선안병증(TED) 3상 데이터 발표
- IMVT 기업가치 상승 및 M&A 타겟 부상에 따라 한올바이오파마 기업가치 동반 상승 기대

FcRn 타겟 의약품 개발사 시가총액 추이

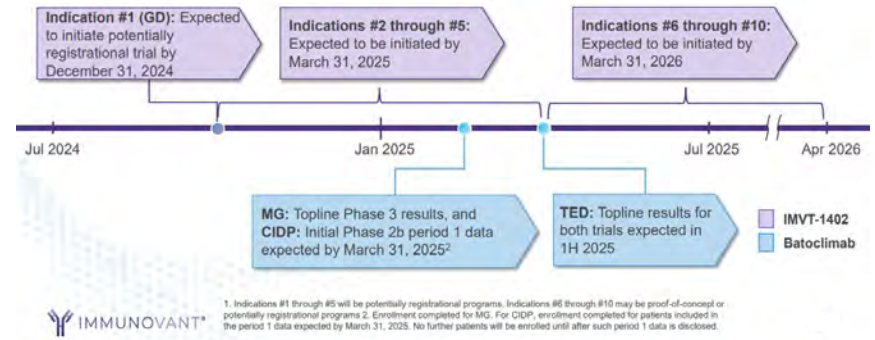


자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

Immunovant 주요 이벤트

Multiple near-term milestones for enhanced value creation

Three Investigational New Drug (IND) applications expected to be active by December 31, 2024. On track to initiate 4-5 potentially registrational programs for IMVT-1402 by March 31, 2025 and trials in a total of 10 indications by March 31, 2026¹



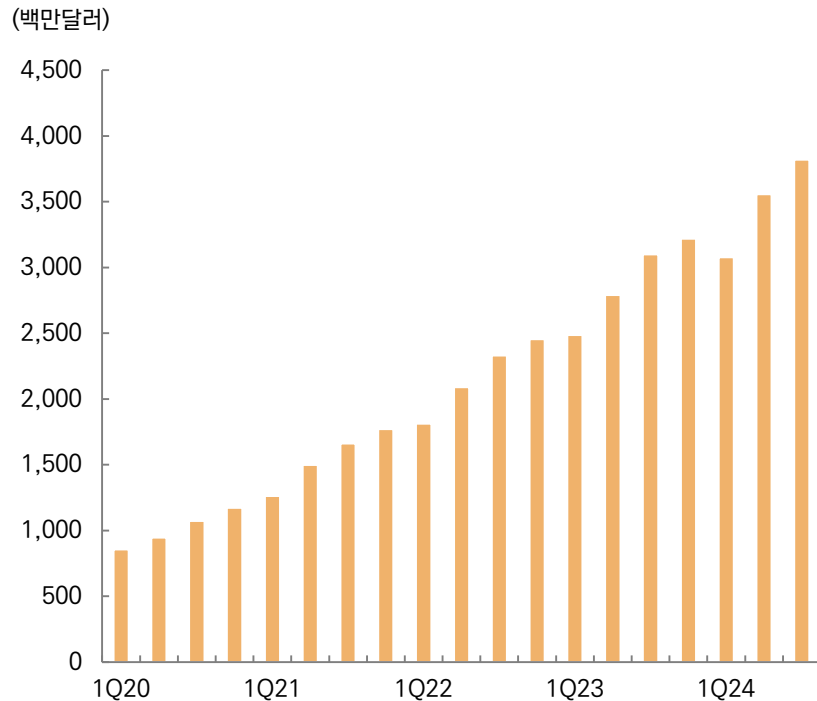
자료: Immunovant, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 면역/염증

알테오젠 ALT-B4, 신규 SC 제품 임상 1상 진입 예정

- 알테오젠은 2019년 피하주사용 ALT-B4 원천기술 글로벌 제약사와 라이선스 계약 체결한 바 있으며, 계약 상대방 Sanofi 추정
- 최근 1H25 1차 계약사가 임상 1상을 준비 중이라 밝힘. 해당 아이템은 \$15bn 이상 아이템
- Sanofi의 성장 동력은 메가블록버스터 아토피, COPD 등 치료제 듀픽센트 최대 \$15bn 이상 기대
- 이외에 베이폴투스(RSV 예방), 프랄루엔트(고지혈), 살클리사(다발성 골수종) 등

사노피의 핵심 성장 동력 Dupixent 분기별 매출 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

듀픽센트 용법 및 적응증 확대 전략

One dose every 2 or 4 weeks (based on age and weight): pre-filled pen or pre-filled syringe¹

¹ Initial loading dose recommended in patients aged 6+ years

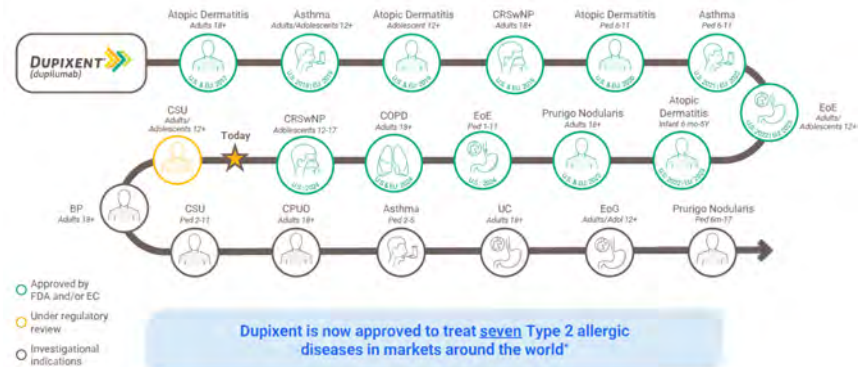
One dosage regimen in adults¹



One dosage regimen in adults

Initial loading dose:
600 mg
2 x 300 mg

Followed by:
300 mg Q2W
1 x 300 mg



자료: Regeneron, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 면역/염증

듀픽센트의 심각한 알러지 적응증 확대 전략은 IgE 제거와 병용

- Dupixent(IL-4/13) + linvoseltamab(BCMAxCD3) 병용요법이 심각한 알러지에 효과적
- 심각한 알러지에 IgE가 주요 타겟 → Dupixent 단독으로 IgE 저해가 되지 않기에 → linvoseltamab으로 IgE를 생성하는 형질세포 제거 → Dupixent를 유지요법으로 사용
- 심각한 알러지 적응증에서는 IgE 저해가 선행되어야 한다는 의미
- IgE antibody 블록버스터는 노바티스/로슈 Xolair 24F 매출 43억달러 수준
Xolair 특허만료는 유럽 24년, 미국 25년

심각한 알러지에 대한 린보셀타맙+듀픽센트 병용요법 전략

린보셀타맙의 IgE 생성 저해 전임상 및 임상 데이터

SCIENCE TRANSLATIONAL MEDICINE | RESEARCH ARTICLE

ALLERGY

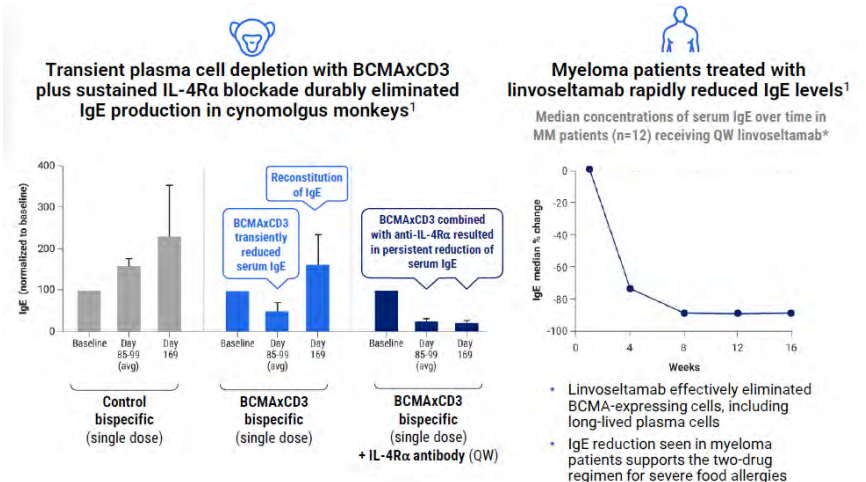
A therapeutic strategy to target distinct sources of IgE and durably reverse allergy

Andre Limnander, Navneet Kaur, Seblewongel Asrat, Carley Tasker, Anita Boyapati, Li-Hong Ben, John Janczy, Paulina Pedraza, Pablo Abreu, Wen-Chi Chen, Stephen Godin, Benjamin J. Daniel, Harvey Chin, Michelle DeVeaux, Karen Rodriguez Lorenc, Andres Sirulnik, Olivier Harari, Neil Stahl, Matthew A. Sleeman, Andrew J. Murphy, George D. Yancopoulos, Jamie M. Orengo*

Linvoseltamab and Dupixent regimen could eliminate IgE: potential groundbreaking approach for controlling severe allergy

- Immunoglobulin E (IgE) is the key driver of allergic reactions, such as food allergies; long-lived plasma cells consistently produce IgE²
- In atopic patients, **transient linvoseltamab** treatment with **Dupixent maintenance** has the potential of permanently eliminating IgE and durably reversing severe allergies, while allowing the restoration of other immunoglobulins

자료: Regeneron, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Regeneron, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 면역/염증

25년 2월

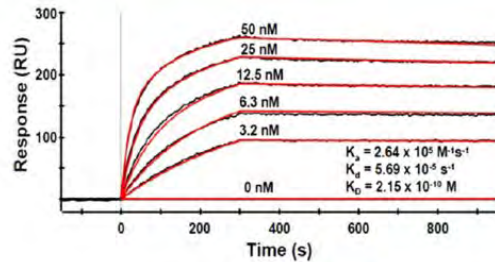
YH35324/GI301

1b상 데이터 발표 가능성

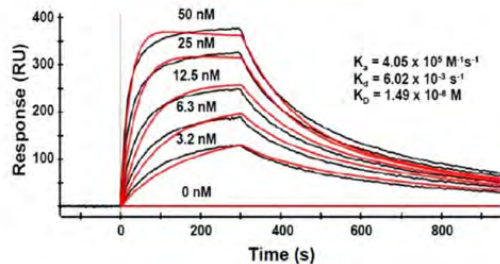
- YH35324/GI301은 Xolair 보다 약 70배 높은 IgE 결합력과 장기지속성
- 임상1상(단회투여)에서 Xolair 대비 획기적으로 높은 수준의 IgE 감소 효과(Xolair 불응 >700 IU/ml 포함)
- 타겟 적응증은 만성특발성두드러기(CSU). 해당 적응증엔 Xolair 허가. Dupixent 허가 재신청. Remibrutinib, tezepelumab 등 임상 중
- CSU의 1차 평가변수는 두드러기 활성도 점수(UAS7)
- UAS7을 포함한 YH35324/GI301의 임상1b상(다회투여) 데이터 25년 2월 발표 예상

GI-301의 IgE에 대한 높은 결합력

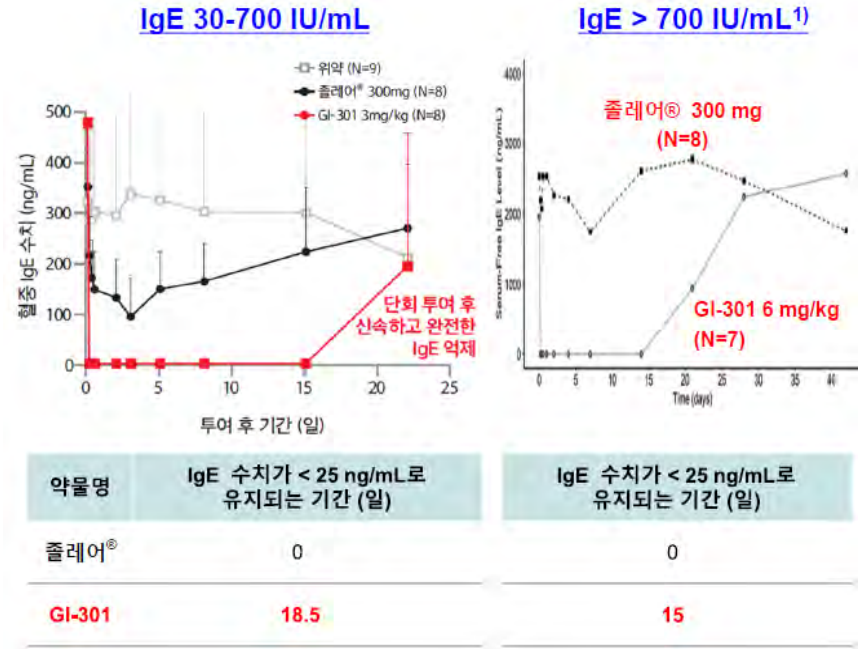
GI-301 ($K_D = 0.2 \text{ nM}$)



졸레어® ($K_D = 14.9 \text{ nM}$)



임상1상 단회투여로 졸레어 대비 높은 수준의 IgE 감소 효과



III. 개발 - 중추신경계

에자이-레캠비 릴리-키순라 처방의 허들은 유효성/안전성

- 에자이 레캠비와 릴리 키순라가 FDA 허가를 획득하여 판매하고 있음에도 불구하고, 저조한 실적
- 에자이가 1Q24에 제시한 매출 목표 565억엔. 3Q24에 제시한 매출 목표 425억엔(기존 대비 -25%)
- 릴리 키순라, 레캠비 대비 유효성 우수. 다만, ARIA-E 24.0% ARIA-H 31.4% 안전성 약점
- 때문에 키순라는 낮은 용량부터 점진적으로 투여할 경우 뇌부종 등 부작용 낮출 수 있다는 연구 기반 규제기관과 논의 중
- 즉, 현재 출시된 conventional 항체의약품의 경우 안전성 이슈 부각

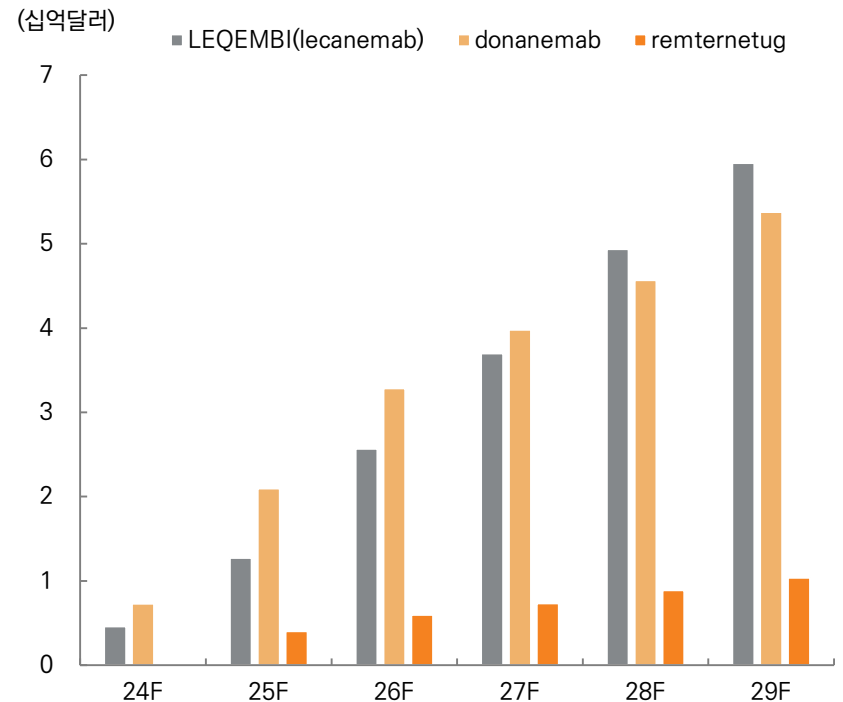
알츠하이머 항체 임상3상 비교

브랜드/ 성분명	회사	임상 프로그램	환자수	1차 평가지표	ARIA 부작용
ADUHELM (aducanumab)	Eisai/ Biogen	EMERGE ENGAGE	EMERGE 870 ENGAGE 945	EMERGE CDR-SB -22% (p=0.0120)	ARIA-E: 35% 증상발현 ARIA-E: 26% ARIA-H: 28.3% 심각한 ARIA: 1.3%
LEQEMBI (lecanemab)	Eisai/ Biogen	Clarity AD	1,795	CDR-SB -27% (p=0.0005)	ARIA-E: 12.6% 증상발현 ARIA-E: 2.8% ARIA-H: 17.3% 심각한 ARIA: 1.4%
donanemab	Eli Lilly	TRAILBLAZER -ALZ 2	1,182	iADRS -35% (p<0.0001) CDR-SB -36% (p<0.0001)	ARIA-E: 24.0% 증상발현 ARIA-E: 6.1% ARIA-H: 31.4% 심각한 ARIA: 1.6%
gantenerumab	Roche	GRADUATE I GRADUATE II	GRADUATE I 985 GRADUATE II 980	CDR-SB -8% (p=0.1) CDR-SB -6% (9=0.3)	ARIA-E: 24.9% ARIA-H: 22.9%

주: CDR-SB: Clinical Dementia Rating, Sum of Boxes, iADRS: intergrated Alzheimer’s Disease Rating Scale, ARIA-E, H: Amyloid-Related Imaging Abnormalities-Edema, Hemorrhage

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

lecanemab, donanemab, remternetug 예상 매출액



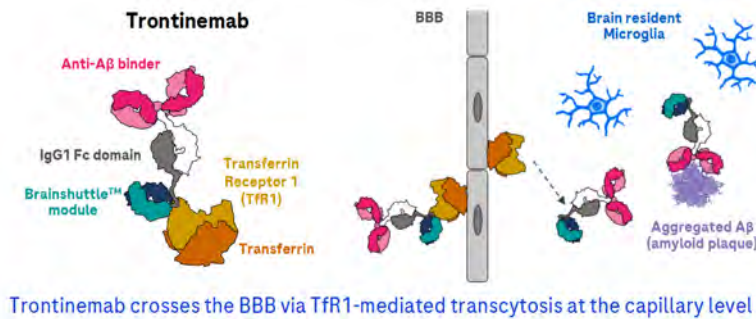
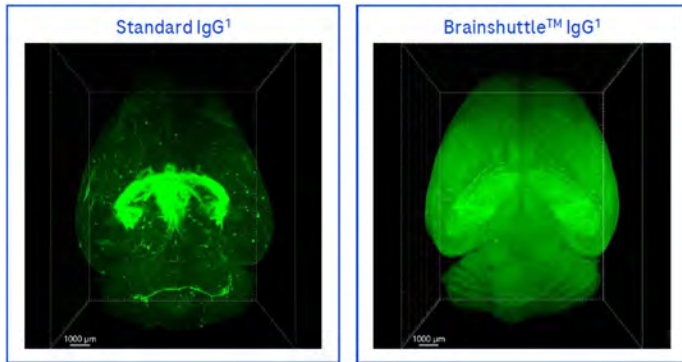
자료: GlobalData, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 중추신경계

로슈의 BBB 셔틀의 긍정적인 데이터

- 임상3상(GRADUATE1,2)에서 실패한 로슈의 알츠하이머 항체 간테네루마에 Tfr 타겟하는 BBB투과 이중항체 플랫폼 Brainshuttle 적용한 trontinemab 데이터 업데이트 지속(24년 12월~)
- CTAD 24 데이터에 따르면 part 1 cohort 3에서 ARIA-E 6.3%, Part 2 Cohort 3에서 ARIA-E 3.3%
- 레캠비, 키순라 대비 더 빠른 아밀로이드 플라그 감소 가능성. 브레인 셔틀 기술 중요성 부각
- Roche – Brainshuttle™(자체기술), Eisai/BioArctic – BrainTransporter™(파트너십), Lilly–Quinotto(파트너십), AbbVie(Aliada) – MODEL™(\$1.4bn에 인수)

트론티네마에 적용된 로슈의 브레인 셔틀 기술

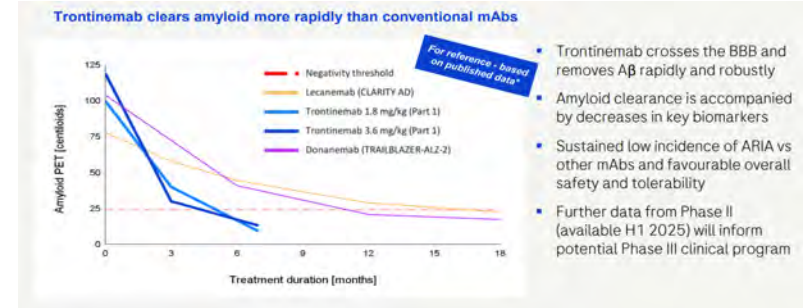


자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

안전성 데이터 및 아밀로이드 감소 비교

	Completed ¹				Not yet completed (interim data) ¹	
	PART 1 (n=60)				PART 2 (n=100)	
Total number of participants with at least one AE (%)	Cohort 1 0.2 mg/kg or Pbo (n = 14)	Cohort 2 0.6 mg/kg or Pbo (n = 14)	Cohort 3 1.8 mg/kg or Pbo (n = 16)	Cohort 4 3.6 mg/kg or Pbo (n = 16)	Cohort 3 1.8 mg/kg or Pbo (n = 60)	Cohort 4 3.6 mg/kg or Pbo (n = 40)
Infusion related reaction (IRR) ²	1 (7.1%)	4 (28.6%)	12 (75.0%)	7 (43.8%)	23 (38.3%)	13 (32.5%)
Anemia ³	1 (7.1%)	0	5 (31.2%)	3 (18.8%)	8 (13.3%)	0

	Completed ¹				Not yet completed (interim data) ¹	
	PART 1 (n=60)				PART 2 (n=95)	
Total number of participants with event (%)	Cohort 1 0.2 mg/kg or Pbo (n = 14)	Cohort 2 0.6 mg/kg or Pbo (n = 14)	Cohort 3 1.8 mg/kg or Pbo (n = 16)	Cohort 4 3.6 mg/kg or Pbo (n = 16)	Cohort 3 1.8 mg/kg or Pbo (n = 60)	Cohort 4 3.6 mg/kg or Pbo (n = 35)
ARIA-E ²	0	0	1 (6.3%)	0	2 (3.3%)	0
ARIA-H	0	0	1 (6.3%)	0	4 (6.7%)	2 (5.7%)
Microhemorrhage	0	0	0	0	2 (3.3%)	2 (5.7%)
Superficial siderosis	0	0	1 (6.3%)	0	2 (3.3%)	0
Concurrent ARIA-E + ARIA-H	0	0	0	0	0	0



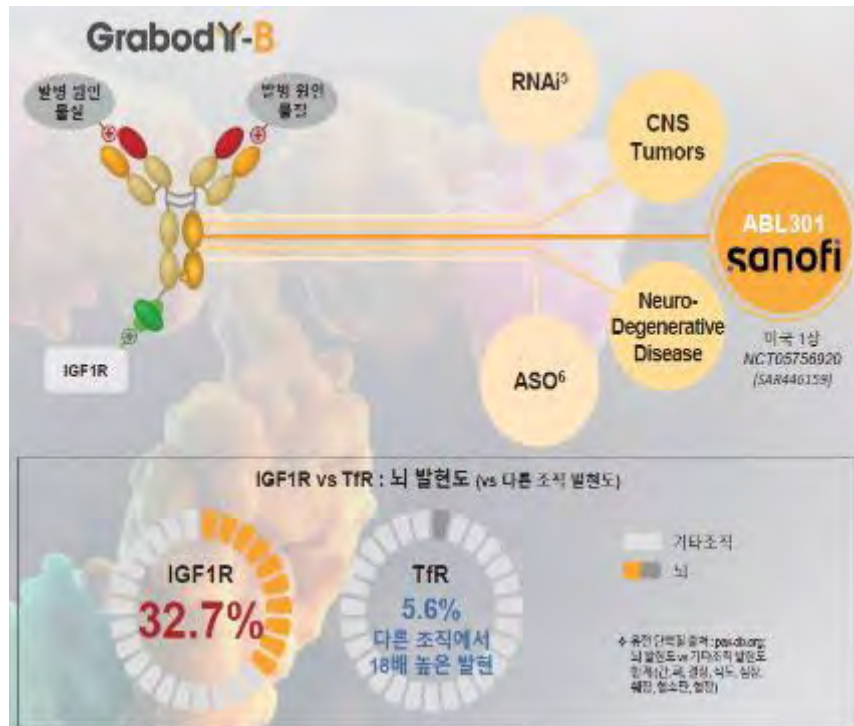
자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 중추신경계

에이비엘바이오의 BBB서틀 Grabody-B

- 에이비엘바이오 Grabody-B, 높은 뇌 발현도 IGF1R 32.7% vs 로슈 5.6%)
- 항체, RNAi, ASO에도 적용 가능성
- 파킨슨 적응증으로 사노피에 alpha-synuclein x IGF1R ABL301(SAR446159) 기술이전
1H25 임상1상 데이터 업데이트 기대. IGF1R 기반의 BBB 서틀의 개념검증 가능성
- 지난 10월 에이비엘은 사노피로부터 제조 관련 마일스톤 70억원 수령(사노피 임상1상 순항 반증)

에이비엘바이오의 Grabody-B



자료: 에이비엘바이오, 미래에셋증권 리서치센터

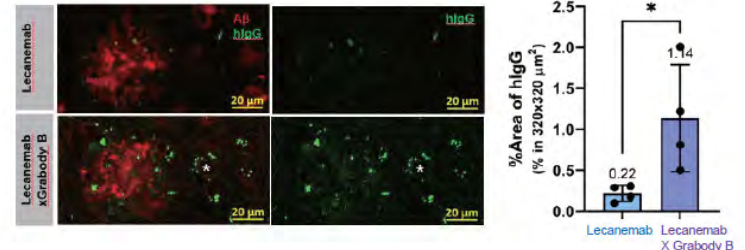
사노피의 신경질환 파이프라인 현황 및 레카네맙에 적용된 Grabody-B

Maximizing the value of multiple late-stage assets in neuroinflammation

Compound	Description	Target indication	Phase	Planned submission
tolebrutinib	BTK inhibitor	RMS	3	H2 2024
tolebrutinib	BTK inhibitor	nrSPMS	3	H2 2024
tolebrutinib	BTK inhibitor	PPMS	3	2025
frexalimab	Anti-CD40L mAb	RMS, nrSPMS	3	2027 (RMS)
riliprubart	Complement C1s inhibitor	CIDP	3	2026
SAR443920	RIPK1 inhibitor	MS	2	

Compound	Description	Target indication	Phase
SAR443920	RIPK1 inhibitor	ALS	2
SAR443920	RIPK1 inhibitor	Alzheimer's Disease	1 (opt-in)
SAR446159	Anti-alpha-synuclein and IGF1R bispecific Ab	Parkinson's Disease	1

- ✓ '레카네맙 x Grabody-B'가 '레카네맙 단일항체' 대비 더 많은 아밀로이드베타와 뇌세포를 타깃



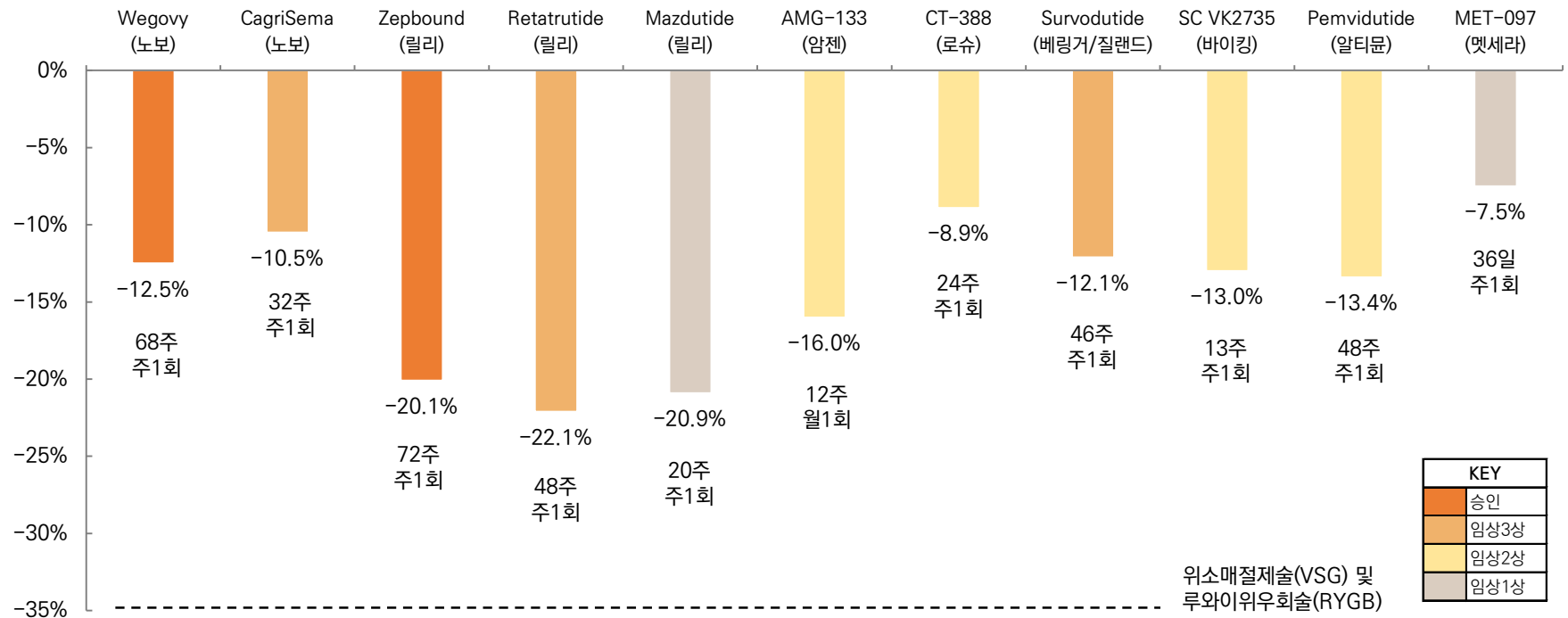
자료: Sanofi, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 – 비만/심혈관

노보와 릴리의 비만 신약 급증하는 수요

- 노보의 GLP-1 위고비, 릴리의 GLP-1/GIP 젼바운드 등 비만 신약 출시, 시장 급성장 중
- 20개 이상의 합병증 발생 위험 증가. 2형 당뇨병, 고혈압, 고지혈, 심혈관(뇌졸중, 심부전, 심장마비 등)
- 제약/바이오 시장 내 메가 트렌드로 비만이 자리매김
- GLP-1 기반의 GIP, GCG, Amylin 등 이중, 삼중 작용제 개발 활발
- 1일 제형(삭센다) → 1주 제형(위고비, 젼바운드, reta 등) → 4주 제형 등 환자 편의성 증대 개발 활발
- 체중감소의 질(근감소)을 높이기 위한 연구 활발(Activin, Myostatin 타겟 등)

주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: MET-097 제외 위약 조정 기준
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 – 비만/심혈관

주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 파이프라인 비교

	Wegovy (노보)	CagriSema (노보)	SC Amycretin (노보)	Zepbound (릴리)	Retatrutide (릴리)	Mazdutide (릴리)	AMG-133 (암젠)	CT-388 (로슈)	Survodutide (베링거/질랜드)	SC VK2735 (바이킹)	Pemvidutide (알티문)	MET-097 (멧세라)
물질 기전	GLP-1	Amylin/GLP-1	Amylin/GLP-1	GIP/GLP-1	GIP/GCGR /GLP-1	GLP-1/GCGR	GIPR길항제 /GLP-1	GIP/GLP-1	GCGR/GLP-1	GIPR/GLP-1	GCGR/GLP-1	GLP-1
물질 구분	펩타이드	펩타이드 + 펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	항체-펩타이드	펩타이드	펩타이드	미공개	펩타이드	미공개
투약 주기	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회	월1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회
임상 단계	출시 완료	임상3상	임상 1상	출시 완료	임상3상	임상1상	임상2상	임상2상	임상3상	임상2상 완료	임상2상 완료	임상1상 완료
임상명	STEP 1	REDEFINE	-	SURMOUNT-1	TRIUMPH-3	-	NCT04478708	NCT06525935	SYNCHRONIZE	VENTURE	MOMENTUM	-
적응증	비만	비만	비만	비만 + MASH	비만	비만	비만 +/- T2D	비만 + T2D	비만 + MASH	비만 + MASH	비만 + MASH	비만
관찰 기간	68주	32주	32주	72주	48주	20주	12주	24주	46주	13주	48주	36일
최대 용량	2.4mg	2.4mg+2.4mg	-	15mg	12mg	16mg	420mg	12mg	4.8mg	15mg	2.4mg	1.2mg
치료군 변화	-14.9%	-15.6%	-	-22.5%	-24.2%	-21.0%	-14.5%	-18.9%	-14.9%	-14.7%	-15.6%	-7.5%
위약군 변화	-2.4%	-5.1%	-	-2.4%	-2.1%	-0.1%	1.5%	-10.0%	-2.8%	-1.7%	-2.2%	-
치료군 중단	7.0%	-	-	6.2%	16.1%	12.5%	-	16.7%	24.6%	13.0%	19.6%	-
위약군 중단	3.1%	-	-	2.6%	0.0%	25.0%	-	14.3%	3.9%	14.0%	2.2%	-
비고		Sema 단독 투여 감량률 -5.1%	25년 1상 완료 예정			中 이노벤트 중국 내 권리 인수 후 3상 완료						4Q24 2b상 시작 계획

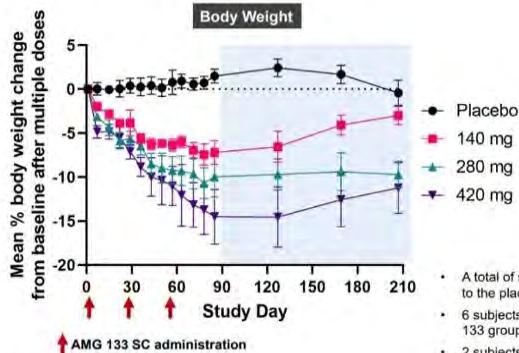
자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 비만/심혈관

비만 1개월 제형 가능성

- GIP antibody + GLP-1 peptide conjugate 인 Maridebart cafraglutide(MariTide)는 임상1상에서 월 1회 투약 12주차 -14.5%의 체중 감량 도출. 임상2상 탑라인 데이터 24년 말 발표 예정. 광범위한 3상을 계획하고 있으며, 임상 및 상업적 공급을 염두에 두고 제조 능력을 확대하기 위한 활동 시작. 다만, 최근 골밀도에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 우려 제기
- 노보는 GLP-1/GIP dual agonist 4주 제형 NN9650 임상1상 중단.
1개월 제형 개발을 위해 Ascendis의 TransCon™ 서방형 기술(Sustained Release) 공동개발 계약 체결

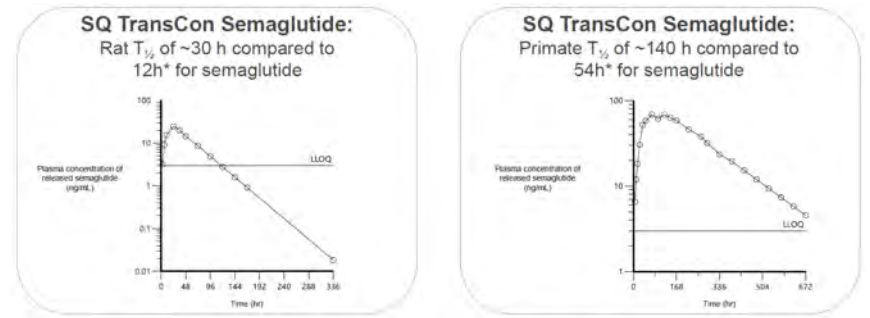
MariTide MoA 및 임상1상 데이터



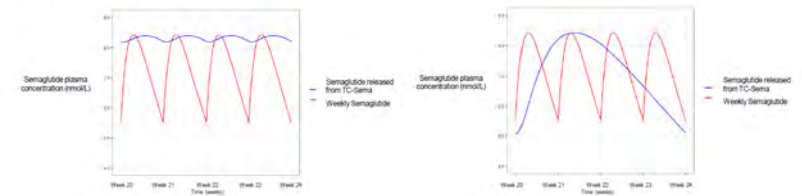
- A total of six subjects were randomized to the placebo group across cohorts
- 6 subjects were randomized to the AMG 133 group at each dose level
- 2 subjects were replaced in the 420 mg dose group

자료: Amgen, 미래에셋증권 리서치센터

어센디스 TransCon sema 전임상 데이터 및 PK 모델링



- Weekly dosing of TransCon Novel Carrier Semaglutide leads to infusion-like kinetics enabling tolerable titration to higher exposure to improve efficacy and tolerability compared to current weekly therapies
- Monthly dosing of TransCon Novel Carrier Semaglutide can improve adherence with comparable GLP-1 exposure compared to current weekly therapies



주: Diabetes Obes Metab 2023 Jul 9. doi : 10.1111/dom.

자료: Ascendis, 미래에셋증권 리서치센터

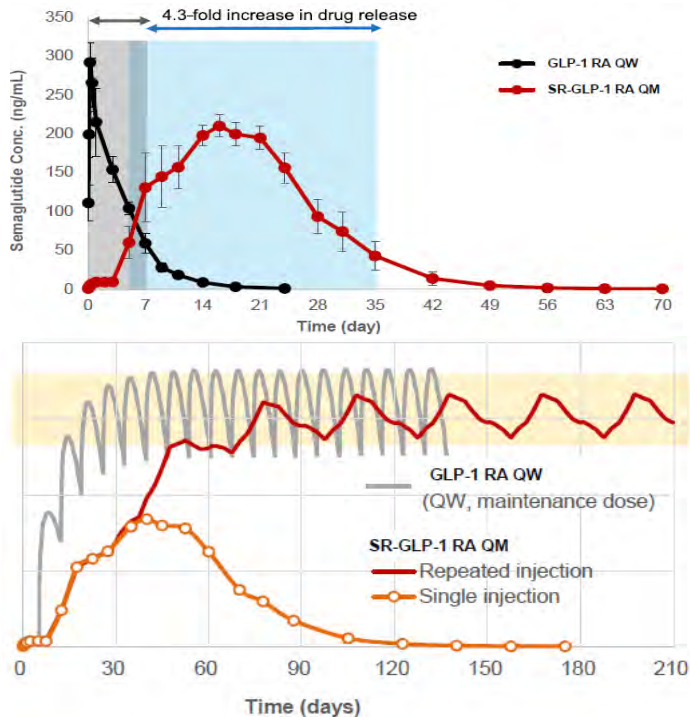
III. 개발 - 비만/심혈관

비만

1개월 제형 가능성

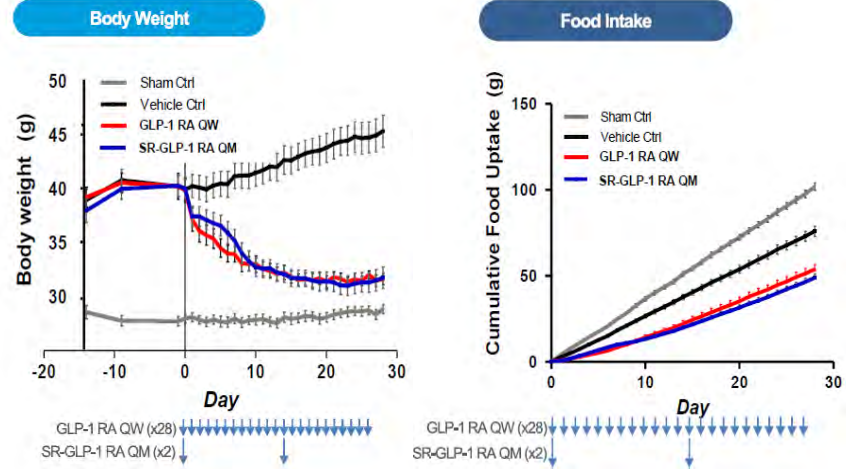
- 펩트론, 24년 10월 일라이릴리와 플랫폼 기술 평가 계약 체결
- 펩트론 SmartDepot™ 플랫폼 기술을 릴리가 보유한 펩타이드 약물들에 적용하는 공동연구(14개월)
- 전세계 대상으로 서브라이선스 권리가 포함된 완전 지불된 로열티가 없는 제한된 라이선스이며, 내부 연구개발 목적 및 펩트론과의 후속 상업 라이선스 계약을 위한 목적으로 한정됨

펩트론의 SmartDepot sema 전임상 데이터(위) 및 PK 모델링(아래)



주: (위) 미니피그 single dose PK, (아래) dose escalation 미적용
자료: 펩트론, 리서치센터

High Fact Diet mice에서의 체중 변화(좌) 및 음식섭취 변화(우)



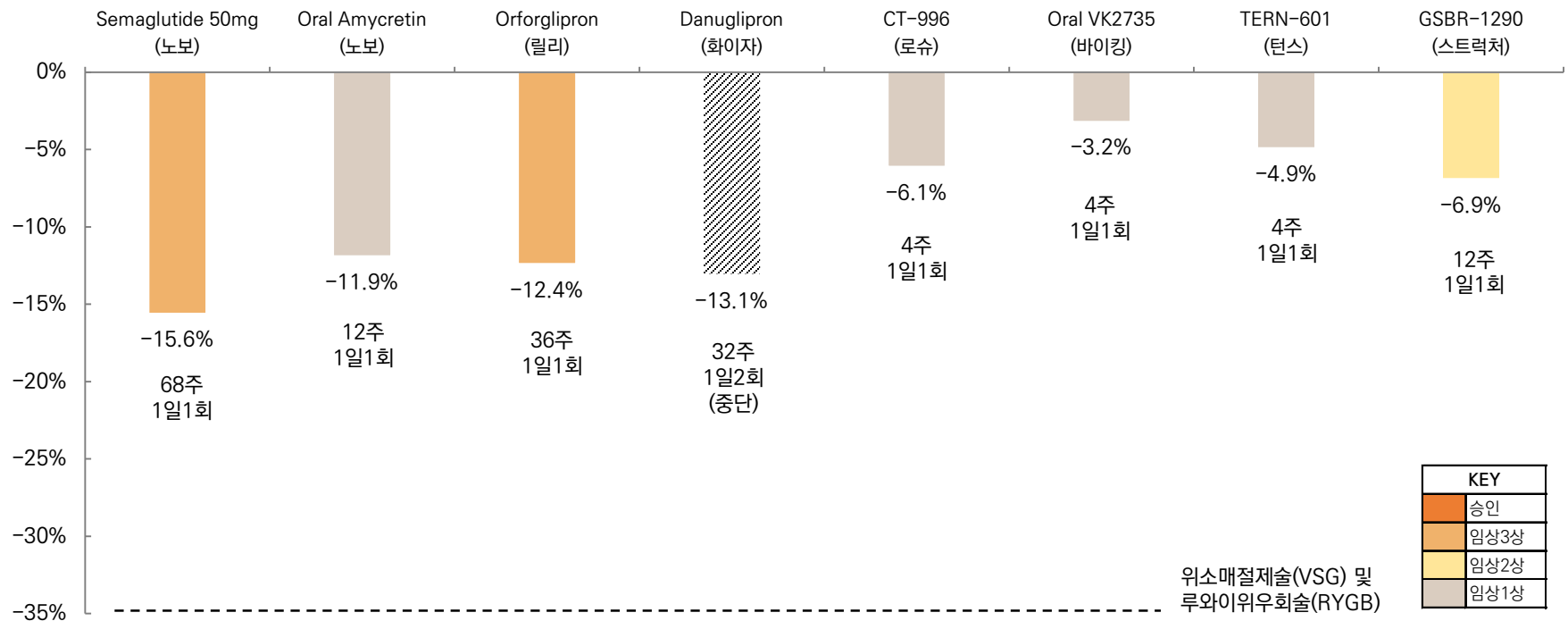
자료: 펩트론, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 – 비만/심혈관

경구제형 블록버스터 가능성

- 비만 신약 경구제형 3상 중인 아이템은 노보의 oral semaglutide 50mg와 릴리의 orforglipron으로, oral sema는 25년 출시 예상. 다만, 생체 이용률 1% 이하라는 한계점(생산, 비용 문제)
- 1일 1회 경구제로 개발중인 GLP-1 작용제인 orforglipron의 경우 26년 출시 예상
- 충분한 흡수가 가능해 음식이나 물 제한 없이 복용이 가능하며, 저분자화합물로서 oral sema 등의 펩타이드 대비 생산 문제에서 자유롭다는 장점. 다만 저분자화합물로 안전성 이슈
- Oral Peptide – 경구제형 플랫폼 – 노보, 바이킹 등
Small Molecule – 릴리, 화이자, 로슈, 턴스, 스트럭처 등

주요 Oral 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 – 비만/심혈관

주요 Oral 제형 비만 신약/후보물질 파이프라인 비교

	Semaglutide 50mg (노보)	Oral Amycretin (노보)	Orforglipron (릴리)	Danuglipron (화이자)	CT-996 (로슈)	Oral VK2735 (바이킹)	DD02S (멧세라)	DD03S (멧세라)	TERN-601 (턴스)	GSBR-1290 (스트럭처)
물질 기전	GLP-1	Amylin/GLP-1	GLP-1	GLP-1	GLP-1	GIPR/GLP-1	GLP-1	GIP/GCGR /GLP-1	GLP-1	GLP-1
물질 구분	펩타이드	펩타이드	저분자화합물	저분자화합물	저분자화합물	펩타이드	펩타이드	펩타이드	저분자화합물	저분자화합물
투약 주기	1일1회	1일1회	1일1회	1일2회	1일1회	1일1회	-	-	1일1회	1일1회
임상 단계	임상3상 완료	임상1상 완료	임상3상	임상2b상 이후 추가 임상 중단	임상1b상 완료	임상1상 완료	연내 임상1상 진입 목표	전임상	임상1상 완료	임상2a상 완료
임상명	OASIS 1	NCT06049329	ATTAIN-1	NCT04707313	NCT05814107	-	-	-	-	-
적응증	비만	비만	비만	비만 + T2D	비만 + T2D	비만	비만	비만 + MASH	비만	비만 + T2D
관찰 기간	68주	12주	36주	32주	4주	4주	-	-	4주	12주
최대 용량	50mg	100mg (50mg×2)	45mg	200mg	120mg	40mg	-	-	740mg	120mg
치료군 변화	-17.4%	-13.1%	-14.7%	-11.7%	-7.3%	-5.3%	-	-	-5.5%	-6.4%
위약군 변화	-1.8%	-1.2%	-2.3%	1.4%	-1.2%	-2.1%	-	-	-0.6%	0.5%
치료군 중단	5.7%	-	13.0%	> 50.0%	10.5%	-	-	-	0.0%	11.0%
위약군 중단	3.6%	-	2.0%	40.0%	0.0%	-	-	-	0.0%	-
비고				중단 이후 1일 1회 제형으로 개발 중		1상 MAD 임상 결과	전임상에서 노보 리벨서스 대비 12.5배 높은 흡수율	DD02S, DD03S 디앤디파마텍 기술이전	1상 MAD 임상결과 25년 2상 시작 계획	tablet 제형 임상결과 (capsule 대비 우수)

자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

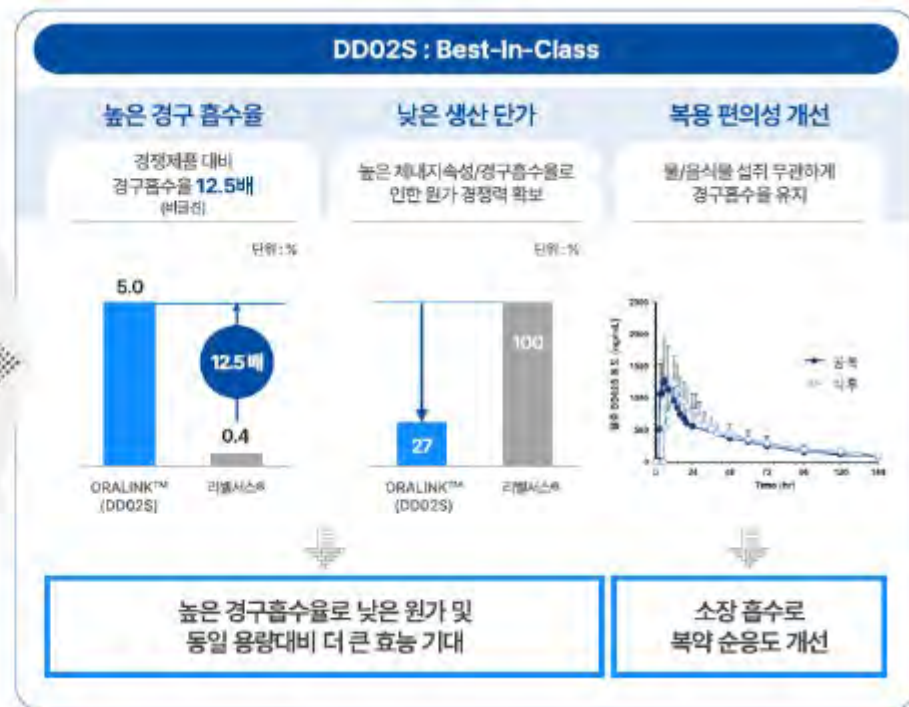
III. 개발 - 비만/심혈관

경구용 비만 치료제 DD02S 및 DD03

- 멧세라의 경구제형 DD02S와 DD03S는 디앤디가 기술수출. DD02S 임상1상 진입. 데이터 발표 1H25
- 디앤디파마텍은 자체 펩타이드 개발 기술 ORALINK를 기반으로 GLP-1 약물 성능을 극대화
- GLP-1 타겟 DD02S와 GLP-1/GCG/GIP 삼중작용제 DD03 등 신약 포트폴리오 보유
- 전임상에서 DD02S는 노보의 리벨서스 대비 12.5배의 경구 흡수율(비글견)
- 노보는 경구 기술 Eligen® 보유 Emisphere를 \$1.8bn규모에 인수(2020년)

디앤디파마텍 DD02S의 높은 경구흡수율

개발업체		
경구 흡수율	> 5% (비글견)	0.05~0.6% (비글견, 원숭이 및 사람)
형태	장용정제	정제
펩타이드 개선	리간드화 지질화	-
투과촉진제		
안정화제		
흡수부위	소장 흡수	위 흡수
복용 편의성	제한사항 없음	음식물/식수량 제한



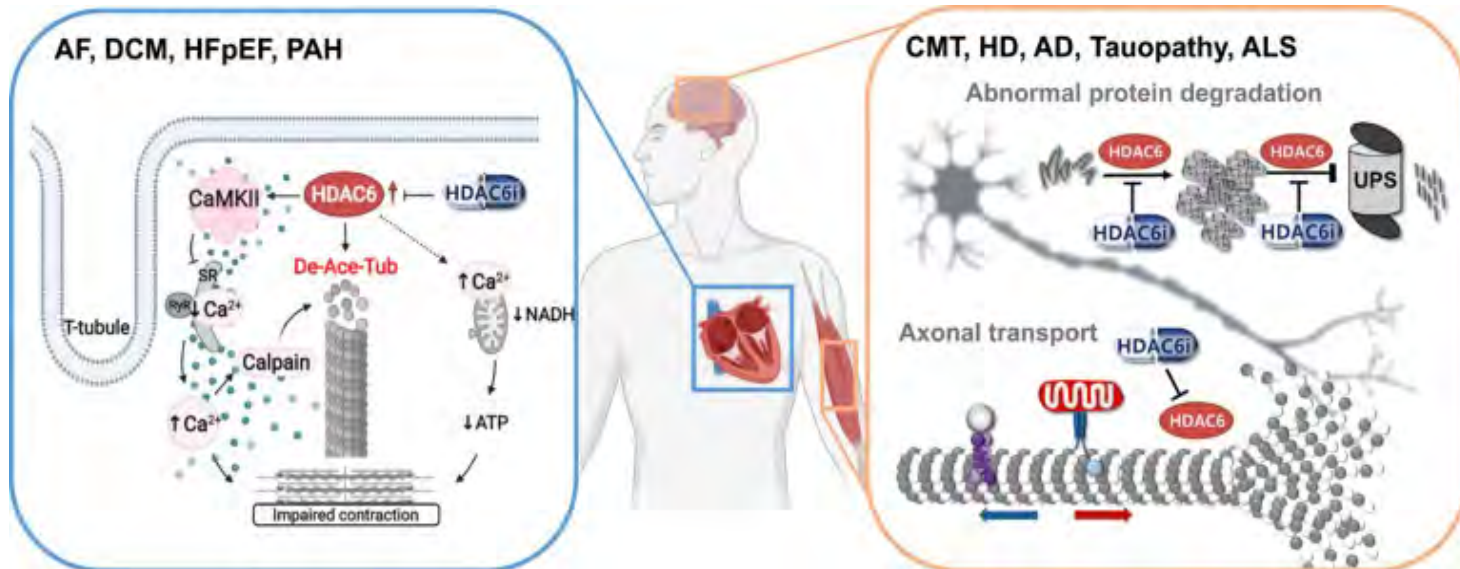
자료: 디앤디파마텍, 미래에셋증권 리서치센터

III. 개발 - 비만/심혈관

종근당의 HDAC6 inhibitor CKD-510

- HDAC6 inhibitor CKD-510은 HDAC6를 선택적으로 억제해
 - 1) 말초신경계 축삭 수송기능과 비정상적인 단백질 응집을 막아 운동기능 개선 가능성 (샤르코마리투스 CMT, 헌팅턴 HD, 알츠하이머 AD, 루게릭 ALS 등)
 - 2) 미세소관 붕괴 억제 통해 칼슘이온 이동을 정상화, 심방세동 부담 감소 및 좌심실 기능 향상 가능성 (심방세동 AF, 심근병증 DCM, 심부전 HFpEF, 폐동맥고혈압 등)
- CMT 적응증 타겟으로 유럽임상1상 완료 후 Novartis에 계약금 1,100억원 토탈 1.7조원에 기술수출

HDAC6 inhibitor CKD-510, Mechanism, of Action

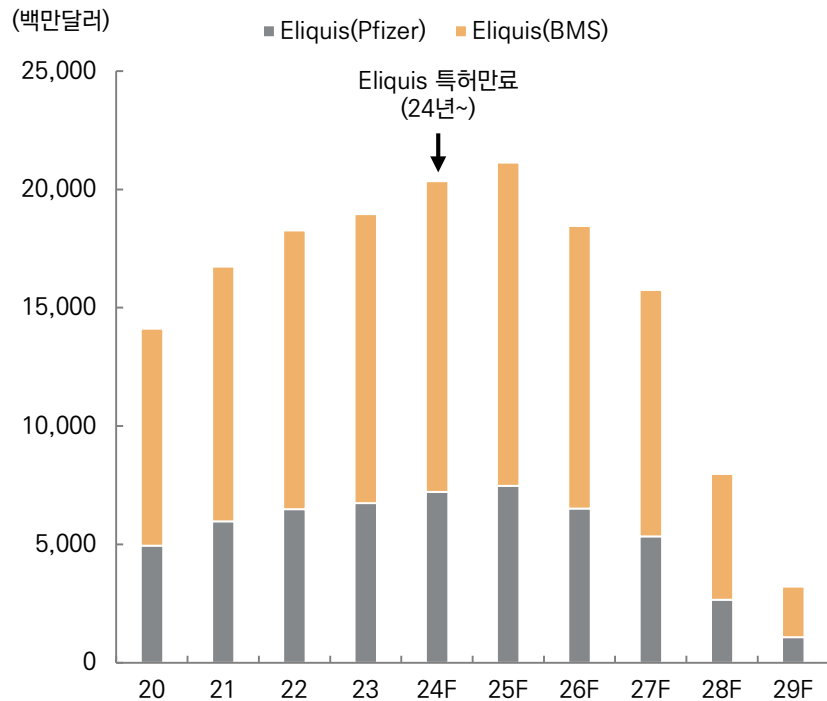


III. 개발 – 비만/심혈관

심방세동 가능성

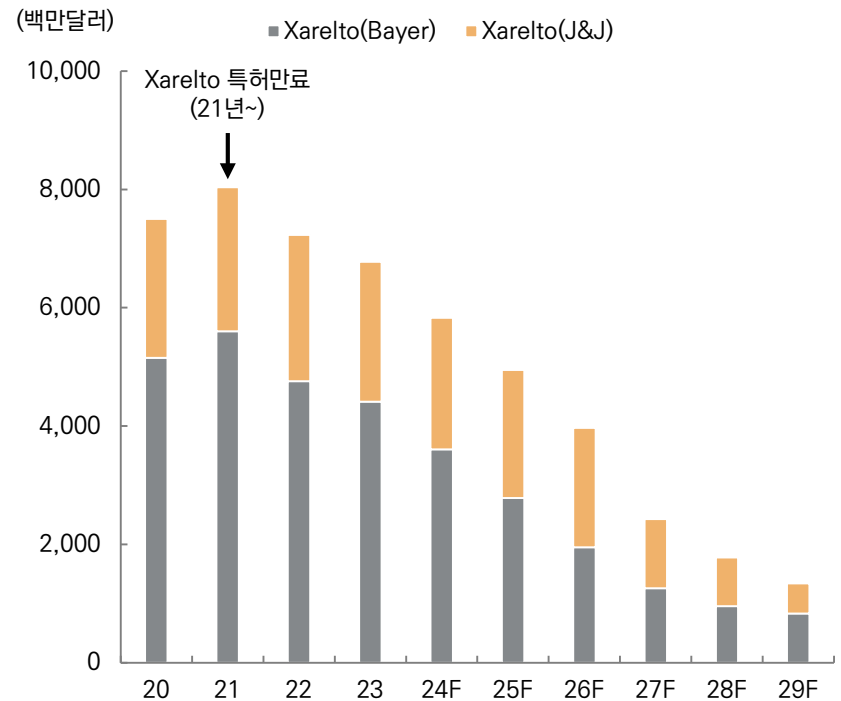
- 심방세동 치료제 시장 규모 상당히 큼
- 심방세동 치료제 중 하나인 경구용 항응고제(New Oral Anti-coagulant, NOAC)는 글로벌 블록버스터. 판막성 심방세동 환자의 뇌졸중 위험 감소 적응증. 24년 화이자/BMS의 엘리퀴스 매출액은 200억달러, 바이엘/J&J의 자렐토 80억달러 수준
- 엘리퀴스 특허만료 24년, 자렐토 21년이라 후속 아이템 factor FXIa 억제제 milvexian, asundexian 개발 중
- CKD-510의 임상2상 적응증 등 개발 계획 공개는 1H25 예상

엘리퀴스 매출액 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자렐토 매출액 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY
—
종목분석



25년에도 이어질 CDMO 호황

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	1,350,000원
현재주가(24/11/21)	932,000원
상승여력	44.8%

영업이익(24F, 십억원)	1,286
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,319
EPS 성장률(24F, %)	13.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.4
P/E(24F, x)	61.9
MKT P/E(24F, x)	10.1
KOSPI	2,480.63
시가총액(십억원)	66,334
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	25.4
외국인 보유비중(%)	13.2
베타(12M) 일간수익률	0.55
52주 최저가(원)	698,000
52주 최고가(원)	1,091,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-14.6 19.6 29.1
상대주가	-10.3 31.4 30.6

투자 의견 매수, 목표주가 135만원 유지

- 삼성바이오로직스 CDMO 가치 86조원, 삼성바이오에피스 시밀러 비즈니스 가치 9조원 합산
- 지난 7월 1.4조원 규모의 대규모 수주, 지난 10월 1.7조원 대규모 수주에 이어 11/20 유럽소재 제약사와 약 9,300억원 규모의 공급계약 2건 체결. CMO 비즈니스 호황 지속
- 바이오텍 자금조달 환경 개선으로 CDO 업황 회복 중
- 25년 미국 생물보안법 제정 가능성 높으며, 중장기적 관점에서 생물보안법 수혜 기대 가능

2025년 실적 전망: 5공장 완공 주목

- 별도 기준, 25년 매출액 4조 1,046억원(+16% YoY), 영업이익 1조 5,697억원(+22% YoY) 예상
- 5공장 완공 25년 4월 예정. 추가적인 수주 실적 및 6공장 투자계획 주목



계산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,437	2,939	3,536	4,105	4,805
영업이익 (십억원)	968	1,204	1,286	1,570	1,878
영업이익률 (%)	39.7	41.0	36.4	38.2	39.1
순이익 (십억원)	687	946	1,072	1,315	1,593
EPS (원)	9,820	13,290	15,062	18,476	22,381
ROE (%)	12.8	12.2	12.2	13.2	13.9
P/E (배)	83.6	57.2	61.9	50.4	41.6
P/B (배)	8.0	6.6	7.1	6.2	5.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,939	3,536	4,105	4,805
매출원가	1,448	1,864	2,049	2,395
매출총이익	1,491	1,672	2,056	2,410
판매비와관리비	286	386	486	533
조정영업이익	1,204	1,286	1,570	1,878
영업이익	1,204	1,286	1,570	1,878
비영업손익	20	54	74	113
금융손익	34	39	74	113
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,224	1,340	1,644	1,991
계속사업법인세비용	278	268	329	398
계속사업이익	946	1,072	1,315	1,593
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	946	1,072	1,315	1,593
지배주주	946	1,072	1,315	1,593
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	942	1,072	1,315	1,593
지배주주	942	1,072	1,315	1,593
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,459	1,566	1,865	2,188
FCF	442	1,280	1,650	1,953
EBITDA 마진율 (%)	49.6	44.3	45.4	45.5
영업이익률 (%)	41.0	36.4	38.2	39.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	32.2	30.3	32.0	33.2

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,070	4,837	6,255	7,959
현금 및 현금성자산	231	217	892	1,681
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	1,679	2,020	2,345	2,745
기타유동자산	2,160	2,600	3,018	3,533
비유동자산	7,761	7,987	8,338	8,824
관계기업투자등	3,318	3,992	4,634	5,425
유형자산	3,543	3,375	3,095	2,800
무형자산	54	41	27	11
자산총계	11,831	12,824	14,593	16,783
유동부채	2,954	2,832	3,217	3,729
매입채무 및 기타채무	851	1,024	1,189	1,391
단기금융부채	951	421	419	453
기타유동부채	1,152	1,387	1,609	1,885
비유동부채	638	681	750	836
장기금융부채	280	250	250	250
기타비유동부채	358	431	500	586
부채총계	3,593	3,513	3,968	4,565
지배주주지분	8,239	9,311	10,626	12,219
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	2,399	3,471	4,786	6,379
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,239	9,311	10,626	12,219

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	57.2	61.9	50.4	41.6
P/CF (x)	35.7	42.4	35.6	30.3
P/B (x)	6.6	7.1	6.2	5.4
EV/EBITDA (x)	36.6	41.4	34.2	28.6
EPS (원)	13,290	15,062	18,476	22,381
CFPS (원)	21,268	22,003	26,197	30,746
BPS (원)	115,753	130,816	149,291	171,673
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	20.6	20.3	16.1	17.1
EBITDA증가율 (%)	27.0	7.3	19.1	17.4
조정영업이익증가율 (%)	24.4	6.8	22.1	19.6
EPS증가율 (%)	35.3	13.3	22.7	21.1
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	2.0	1.9	1.9	1.9
매입채무 회전율 (회)	13.2	9.9	9.2	9.2
ROA (%)	7.9	8.7	9.6	10.2
ROE (%)	12.2	12.2	13.2	13.9
ROIC (%)	25.2	24.7	31.8	40.8
부채비율 (%)	43.6	37.7	37.3	37.4
유동비율 (%)	137.8	170.8	194.4	213.4
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	-16.9	-24.3	-30.6
조정영업이익/금융비용 (x)	21.6	35.4	61.3	71.7

매 분기 최대 실적 경신 전망

투자자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	145,000원
현재주가(24/11/21)	97,600원
상승여력	48.6%

영업이익(24F, 십억원)	82
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	83
EPS 성장률(24F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.4
P/E(24F, x)	143.4
MKT P/E(24F, x)	10.1
KOSPI	2,480.63
시가총액(십억원)	7,643
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	35.8
외국인 보유비중(%)	12.2
베타(12M) 일간수익률	0.81
52주 최저가(원)	75,700
52주 최고가(원)	125,900
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-21.5 10.5 10.2
상대주가	-17.5 21.4 11.5

투자자의견 매수, 목표주가 14.5만원 유지

- 엑스코프리를 기반으로 본격적인 이익 성장 구간에 진입
- 연매출액 1조원 예상되는 27년 EBITDA의 현가(할인율 8.5%) 4,311에 EV/EBITDA 27x 적용
- 27x는 동사가 롤모델로 삼는 Vertex Pharmaceuticals의 밸류에이션 멀티플

2025년 실적 전망: 후속 2nd product 도입

- 연결 기준, 25년 매출액 6,131억원(+18% YoY), 영업이익 1,549억원(+61%) 예상
- 엑스코프리 DTC 가능성이 있으며, 임상4상 및 연구자 임상 투자를 늘릴 계획
- 엑스코프리 미국 판매망 활용 가능한 후속 2nd product 도입은 현재 협상 중. 내년 초 도입 가능성



계산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	246	355	520	613	866
영업이익 (십억원)	-131	-38	82	142	346
영업이익률 (%)	-53.3	-10.7	15.8	23.2	40.0
순이익 (십억원)	-139	-33	53	106	262
EPS (원)	-1,780	-420	680	1,353	3,350
ROE (%)	-36.7	-11.0	17.2	27.2	45.7
P/E (배)	-	-	143.4	72.1	29.1
P/B (배)	17.8	27.7	22.7	17.3	10.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	355	520	613	866
매출원가	34	47	54	74
매출총이익	321	473	559	792
판매비와관리비	358	390	417	447
조정영업이익	-38	82	142	346
영업이익	-38	82	142	346
비영업손익	-6	-10	1	7
금융손익	1	-1	1	7
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-44	72	143	353
계속사업법인세비용	-8	14	29	71
계속사업이익	-35	57	114	282
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-35	57	114	282
지배주주	-33	53	106	262
비지배주주	-2	4	8	20
총포괄이익	-35	57	114	282
지배주주	-33	54	108	266
비지배주주	-2	3	6	16
EBITDA	-22	96	155	358
FCF	-97	56	112	280
EBITDA 마진율 (%)	-6.2	18.5	25.3	41.3
영업이익률 (%)	-10.7	15.8	23.2	40.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.3	10.2	17.3	30.3

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	489	740	966	1,410
현금 및 현금성자산	240	377	537	804
매출채권 및 기타채권	113	164	194	274
재고자산	103	150	177	250
기타유동자산	33	49	58	82
비유동자산	234	237	240	238
관계기업투자등	93	95	98	101
유형자산	48	48	49	39
무형자산	27	22	19	16
자산총계	723	977	1,205	1,648
유동부채	242	370	424	556
매입채무 및 기타채무	2	3	4	6
단기금융부채	57	100	105	105
기타유동부채	183	267	315	445
비유동부채	161	229	289	318
장기금융부채	121	171	221	221
기타비유동부채	40	58	68	97
부채총계	402	599	713	873
지배주주지분	284	337	443	706
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-862	-808	-702	-440
비지배주주지분	37	41	49	69
자본총계	321	378	492	775

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	143.4	72.1	29.1
P/CF (x)	-	85.5	49.3	21.3
P/B (x)	27.7	22.7	17.3	10.8
EV/EBITDA (x)	-	78.6	48.3	20.2
EPS (원)	-420	680	1,353	3,350
CFPS (원)	-184	1,141	1,978	4,577
BPS (원)	3,622	4,303	5,656	9,006
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	44.2	46.4	18.0	41.3
EBITDA증가율 (%)	적지	흑전	60.7	131.4
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	72.3	144.2
EPS증가율 (%)	적지	흑전	98.9	147.5
매출채권 회전율 (회)	4.1	3.8	3.5	3.7
재고자산 회전율 (회)	3.7	4.1	3.7	4.1
매입채무 회전율 (회)	2.7	16.4	14.4	15.1
ROA (%)	-5.1	6.7	10.4	19.8
ROE (%)	-11.0	17.2	27.2	45.7
ROIC (%)	-18.0	26.7	38.7	78.9
부채비율 (%)	125.3	158.4	144.9	112.7
유동비율 (%)	202.3	199.9	227.9	253.8
순차입금/자기자본 (%)	-20.3	-29.4	-44.2	-62.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-4.5	7.4	9.6	21.4

CKD-510 개발 계획 공개에 따른 밸류에이션 회복 전망

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	160,000원
현재주가(24/11/21)	94,600원
상승여력	69.1%

영업이익(24F, 십억원)	103
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	105
EPS 성장률(24F, %)	-43.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.4
P/E(24F, x)	10.6
MKT P/E(24F, x)	10.1
KOSPI	2,480.63

시가총액(십억원)	1,246
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	56.4
외국인 보유비중(%)	15.5
베타(12M) 일간수익률	0.60
52주 최저가(원)	94,600
52주 최고가(원)	133,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-16.7 -6.9 -17.7
상대주가	-12.6 2.3 -16.8

투자 의견 매수, 목표주가 16만원 유지

- 12개월 선행 EBITDA에 국내 상위 제약사 EV/EBITDA 평균(유한양행 제외)을 적용해 산출
- 24F EV/EBITDA 8x 수준에서 거래되고 있으며, 국내 상위 제약사 평균 14x 대비 저평가

2025년 실적 전망: CKD-510 가치 반영 기대

- 별도 기준, 25년 매출액 1조 6,830억원(+8% YoY), 영업이익 1,190억원(+16% YoY) 전망
- 케이캡 공백은 신규 도입품목 펙수클루, 고덱스 등으로 일부 상쇄
- 노바티스에 기술수출한 CKD-510(HDAC6i)의 개발 계획은 1H25 내로 공개될 것으로 예상



계산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,472	1,650	1,558	1,683	1,801
영업이익 (십억원)	107	241	103	119	131
영업이익률 (%)	7.3	14.6	6.6	7.1	7.3
순이익 (십억원)	83	209	118	112	133
EPS (원)	6,296	15,853	8,931	8,501	10,123
ROE (%)	14.1	29.3	13.7	11.6	12.5
P/E (배)	12.4	8.3	10.6	11.1	9.3
P/B (배)	1.6	2.0	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	1.2	0.8	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 종근당, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,650	1,558	1,683	1,801
매출원가	998	1,045	1,133	1,212
매출총이익	652	513	550	589
판매비와관리비	411	410	431	457
조정영업이익	241	103	119	131
영업이익	241	103	119	131
비영업손익	-4	-1	-1	3
금융손익	-1	4	7	10
관계기업등 투자손익	0	1	1	1
세전계속사업손익	237	102	118	134
계속사업법인세비용	28	-15	6	1
계속사업이익	209	118	112	133
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	209	118	112	133
지배주주	209	118	112	133
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	208	118	112	133
지배주주	208	118	112	133
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	276	133	140	157
FCF	268	162	113	148
EBITDA 마진율 (%)	16.7	8.5	8.3	8.7
영업이익률 (%)	14.6	6.6	7.1	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.7	7.6	6.7	7.4

자료: 종근당, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	931	936	1,078	1,245
현금 및 현금성자산	213	262	350	466
매출채권 및 기타채권	306	285	307	329
재고자산	258	243	263	281
기타유동자산	154	146	158	169
비유동자산	446	445	434	408
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	303	280	271	245
무형자산	52	75	73	73
자산총계	1,377	1,381	1,512	1,653
유동부채	494	396	426	444
매입채무 및 기타채무	218	206	222	238
단기금융부채	171	91	96	91
기타유동부채	105	99	108	115
비유동부채	75	73	76	79
장기금융부채	35	35	35	35
기타비유동부채	40	38	41	44
부채총계	569	469	501	523
지배주주지분	808	912	1,011	1,131
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	263	263	263	263
이익잉여금	569	673	772	892
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	808	912	1,011	1,131

예상 주당가치 및 valuation (요약)

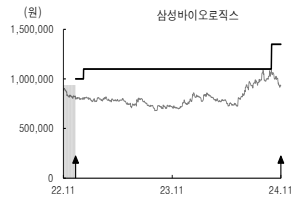
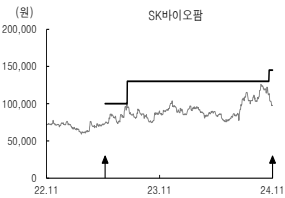
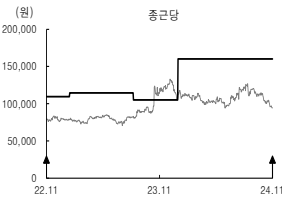
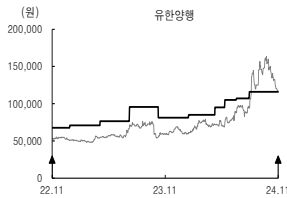
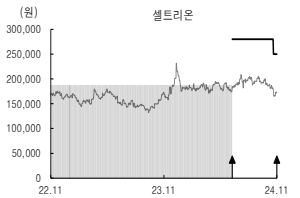
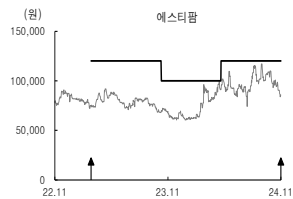
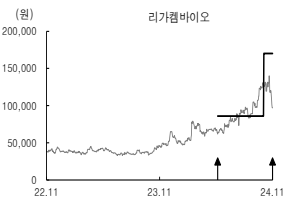
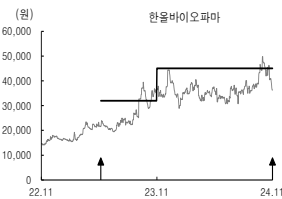
	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.3	10.6	11.1	9.3
P/CF (x)	5.8	9.4	9.2	8.1
P/B (x)	2.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	5.4	7.3	6.3	4.8
EPS (원)	15,853	8,931	8,501	10,123
CFPS (원)	22,415	10,021	10,251	11,635
BPS (원)	64,962	72,881	80,377	89,495
DPS (원)	1,049	1,049	1,049	1,049
배당성향 (%)	6.4	11.3	11.8	9.9
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	12.0	-5.5	8.0	7.0
EBITDA증가율 (%)	99.8	-51.7	4.9	12.7
조정영업이익증가율 (%)	124.8	-57.3	15.8	10.5
EPS증가율 (%)	151.8	-43.7	-4.8	19.1
매출채권 회전율 (회)	6.5	6.0	6.4	6.4
재고자산 회전율 (회)	6.3	6.2	6.6	6.6
매입채무 회전율 (회)	6.1	5.9	6.3	6.3
ROA (%)	16.9	8.5	7.7	8.4
ROE (%)	29.3	13.7	11.6	12.5
ROIC (%)	34.1	19.5	18.9	21.8
부채비율 (%)	70.5	51.4	49.6	46.2
유동비율 (%)	188.5	236.4	253.3	280.5
순차입금/자기자본 (%)	-18.6	-30.0	-36.3	-44.1
조정영업이익/금융비용 (x)	31.0	16.7	25.0	27.6

Compliance

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비	
삼성바이오로직스 (207940)					2024.02.07	매수	85,000	-16.37	-6.82	
2024.10.22	1년 경과 이후	매수	1,350,000	-	-	2023.11.01	매수	81,352	-24.50	-15.43
2024.01.30		매수	1,100,000	-22.26	-0.82	2023.07.31	매수	95,708	-27.93	-20.10
2023.01.30		매수	1,100,000	-30.95	-25.18	2023.04.27	매수	76,567	-25.56	-13.38
2023.01.03		매수	1,000,000	-19.74	-18.80	2023.01.19	매수	70,824	-28.35	-20.00
SK바이오팜 (326030)					2022.11.04	매수	67,750	-21.11	-18.24	
2024.11.11	1년 경과 이후	매수	145,000	-	-	셀트리온 (068270)				
2024.08.11		매수	130,000	-14.20	-3.15	2024.11.11	매수	250,000	-	-
2023.08.11		매수	130,000	-33.27	-20.08	2024.07.01	매수	280,000	-31.04	-25.36
2023.05.31		매수	100,000	-17.79	-0.30	에스티팜 (237690)				
종근당 (185750)					2024.05.13	매수	120,000	-	-	
2024.01.22	매수	160,000	-	-	2023.11.02	매수	100,000	-28.25	-0.20	
2023.08.31	매수	104,978	1.17	26.69	2023.03.20	매수	120,000	-34.13	-23.50	
2023.02.06	매수	114,521	-31.21	-25.83	리가캠바이오 (141080)					
2022.02.07	매수	109,344	-25.84	-16.67	2024.10.25	매수	170,000	-	-	
유한양행 (000100)					2024.05.29	매수	86,000	2.96	52.33	
2024.08.21	매수	116,000	-	-	한올바이오파마 (009420)					
2024.07.10	매수	107,000	-13.08	-8.60	2023.11.23	매수	45,000	-	-	
2024.06.03	매수	105,000	-24.46	-14.76	2023.05.30	매수	32,000	-18.15	23.28	
2024.05.02	매수	95,000	-24.15	-18.53						

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온,삼성바이오로직스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 리가캠바이오 의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.