

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	165,000원
현재주가	104,700원
상승여력	57.3%

Stock Information

시가총액	38,331억원
발행주식수	3,661만주
유동주식비율	69.5%
52주 최고가	143,600원
52주 최저가	45,450원
외국인 지분율	11.14%
KOSPI	2428.16
KOSDAQ	661.33

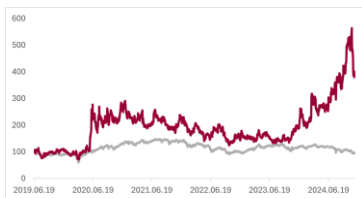
Valuation Wide

Multiple	2022	2023	2024E
P/E	N/A	N/A	640.11
MKT P/E	N/A	N/A	N/A

Share Performance

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(원)	-14.2	13.3	54.7
상대주가(원)	-5.8	28.4	92.8

Price Trend



KUVIC Research

메일 kuvic_korea@naver.com

41기 Senior 박성진

Who We Are



리가켄 바이오 (141080)

수류탄의 핵심은 안전핀!

Key Point

1) 블록버스터 약물 개발사와의 전임상 라이선스 아웃: 리가켄 바이오는 일본의 탐티어 제약사 오노 공업과 라이선스 아웃 계약을 체결하며 중요한 전환점을 맞이했다. 오노 공업은 면역항암제 옴디보의 원개발사로, 시가총액 약 10조 원 규모의 글로벌 제약사이다. 전체 매출의 절반 이상을 옴디보로 열티로 창출하며 길리어드, 화이자, BMS 등과 협력 관계를 유지하고 있다. 이번 계약에서 특히 주목할 부분은 'L1CAM 타겟 ADC' 다수를 개발할 경우 총 계약금이 증가할 수 있다는 옵션이다. 이는 리가켄 바이오의 페이로드를 다양하게 적용해 최적의 약물을 선택하겠다는 의미로 계약금 증가 가능성을 높인다. 더불어 이는 리가켄 바이오가 단순 약물 개발사를 넘어 맞춤형 ADC를 제공하는 플랫폼 기업으로 비로소 변화했음을 보여준다.

2) 고금리 환경으로부터 자유로운 바이오텍: 바이오 산업에서 안정적인 현금 흐름은 기업의 기초 체력을 보여주는 중요한 요소다. 당사는 안센과의 계약을 통해 약 1300억 원의 선금금을 수령했으며, 추가적인 마일스톤 수령도 예정되어 있다. 또한 올해 1월, 오리온과의 제3자 배정 유상증자를 통해 5000억 원의 유동성을 추가로 확보하는 과정에서 증가보다 높은 프리미엄을 부여해 거버넌스 문제를 불식시켰다. 이를 통해 당사는 회사채 발행 없이 기존의 장기 차입금을 전액 상환하고 추가 차입 없이 회사를 운영하는 중이다.

2029F 매출액 3,120억, 영업이익 1,814억 전망

29년, 35년 동사의 매출액은 각각 3,120억원 (+817.4%, YoY), 6,016억원 (+3.8%, YoY)으로 전망하며, 영업이익은 각각 1,814억원, 4,232억원 수준을 달성할 것으로 기대한다. 이러한 실적은 LCB 84를 필두로 한 ADC 약물 계약에 따른 판매 로열티 수령으로 해당 수익은 비용에서의 변동비 지출을 수반하지 않으므로 영업 레버리지 효과를 일으키며 영업 이익에 대부분 직결된다는 점으로부터 비롯된다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '165,000원'

동사는 안센의 LCB 84 단독 개발 옵션 행사를 발판 삼아 다른 여러 빅파마와의 계약이 예상된다. 바이오 산업의 새로이 각광받는 플랫폼 비즈니스와 ADC 링커 기술이 동사의 지속적인 성장을 담보한다. 이에 DCF Method를 사용하여 목표주가 165,000원으로 매수 의견을 제시한다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	33.412	34.145	129.817	332.564	90.369
YoY (%)	-	2.2%	280.2%	156.2%	-72.8%
영업이익률 (%)	-150.8%	-236.7%	23.6%	64.4%	-22.0%
당기순이익 (십억원)	-45.092	-73.704	30.944	172.172	-7.94
EPS (원)	-123.2	-201.3	84.5	470.3	-21.6
P/E (배)	N/A	N/A	640.11	350.8	N/A

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC

CONTENTS

I. 산업분석	4
ADC가 이끄는 항암제 시장	4
ADC란 무엇일까	4
기술 보유자가 甲인 ADC 시장	5
II. 기업분석	6
기업 개요	6
동사의 경쟁 우위: 효소 절단형 링커, 부위 특이적 결합 방식	6
플랫폼과 파이프라인	7
주가 추이 분석	9
III. 투자 Point	11
소외되었던 파이프라인 LCB 97의 등장	11
현금흐름, 고금리 시기에 필수적인 기초 체력	11
ADC? 이제 시작이다	13
IV. 투자 Risk	14
루닛의 약진, 급해진 J&J	14
V. Valuation	15
매출 추정 논리	15
비용 추정 논리	18
Valuation Method	19

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(백만원)

(단위 : 백만원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
매출	34,145	129,817	332,564	90,369	239,002	34,048	312,354	183,273	293,994	537,892	557,411	579,568	601,676
% of Growth	2.2%	280.2%	156.2%	-72.8%	164.5%	-85.8%	817.4%	-41.3%	60.4%	83.0%	3.6%	4.0%	3.8%
매출원가	100,979	80,697	86,239	92,567	94,160	93,807	98,330	102,667	105,383	108,817	112,665	118,193	122,395
% of sales	295.7%	62.2%	25.9%	102.4%	39.4%	275.5%	31.5%	56.0%	35.8%	20.2%	20.2%	20.4%	20.3%
변동비	16,348	16,663	17,223	17,815	18,441	19,103	19,803	20,542	21,324	22,150	23,023	23,946	24,921
상품매출원가	16,348	16,663	17,223	17,815	18,441	19,103	19,803	20,542	21,324	22,150	23,023	23,946	24,921
% of sales													
제품매출원가	47.9%	12.8%	5.2%	19.7%	7.7%	56.1%	6.3%	11.2%	7.3%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
고정비	84,630	64,035	69,016	74,752	75,719	74,704	78,528	82,125	84,059	86,667	89,642	94,248	97,473
급여	17,903	20,124	22,036	24,128	26,420	28,929	31,677	34,685	37,979	41,586	45,536	49,861	54,596
감가상각비	2,909	3,220	3,738	3,780	2,300	2,818	3,337	3,855	3,290	3,298	2,899	2,499	2,615
개발비	58,797	37,379	38,738	41,181	42,373	38,430	38,685	38,674	38,067	37,035	36,702	36,226	35,637
대손상각비	5,021	3,312	4,505	5,662	4,625	4,526	4,830	4,911	4,723	4,747	4,505	5,662	4,625
판매비와 관리비	13,989	18,444	31,997	17,691	26,674	15,989	32,633	26,374	33,476	48,410	50,767	53,332	56,062
% of sales	41.0%	14.2%	9.6%	19.6%	11.2%	47.0%	10.4%	14.4%	11.4%	9.0%	9.1%	9.2%	9.3%
변동비	3,965	7,322	18,756	5,097	13,480	1,920	17,617	10,337	16,581	30,337	31,438	32,687	33,934
지급수수료	3,965	7,322	18,756	5,097	13,480	1,920	17,617	10,337	16,581	30,337	31,438	32,687	33,934
% of sales													
지급수수료	11.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
고정비	10,024	11,122	13,241	12,594	13,194	14,069	15,016	16,037	16,895	18,073	19,329	20,645	22,128
급여	4,728	5,315	5,820	6,373	6,978	7,641	8,366	9,161	10,031	10,984	12,027	13,169	14,420
퇴직급여	397	453	509	572	643	723	813	914	1,027	1,155	1,298	1,459	1,640
복리후생비	343	386	422	455	487	517	547	577	607	638	669	702	737
여비교통비	329	143	143	148	154	160	166	173	179	186	193	201	209
감가상각비	208	230	267	270	164	201	238	275	235	236	207	178	187
무형자산상각비	1,556	1,611	3,095	1,790	1,781	1,839	1,897	1,949	1,826	1,884	1,942	1,941	1,941
주식보상비	1,638	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311	2,311
기타	825	673	673	674	675	676	677	678	679	681	682	683	684
영업이익	-80,823	30,676	214,328	-19,889	118,168	-75,748	181,390	54,232	155,135	380,665	393,979	408,043	423,219
OPM	-236.7%	23.6%	64.4%	-22.0%	49.4%	-222.5%	58.1%	29.6%	52.8%	70.8%	70.7%	70.4%	70.3%
영업외손익	5,076	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962	8,962
금융수익	7,497	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413	9,413
금융원가	9,114	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286	5,286
기타수익	7,038	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065	5,065
기타비용	345	229	229	229	229	229	229	229	229	229	229	229	229
법인세비용차감전순이익	-75,747	39,638	223,290	-10,926	127,130	-66,786	190,353	63,194	164,097	389,628	402,941	417,005	432,181
법인세 비용	-2,043	8,694	51,118	-2,986	28,905	-15,890	43,509	14,136	37,444	89,542	92,617	95,866	99,372
당기순이익	-73,704	30,944	172,172	-7,940	98,225	-50,896	146,843	49,059	126,653	300,086	310,324	321,139	332,809

I. 산업분석

1.1 ADC가 이끄는 항암제 시장

바이오 시장에서 주목해야 할 주요 트렌드 중 하나는 빅파마의 M&A이다. 빅파마가 어떤 기업을 인수 합병하는지를 살펴보면, 향후 바이오 시장의 트렌드와 방향성을 파악할 수 있기 때문이다.

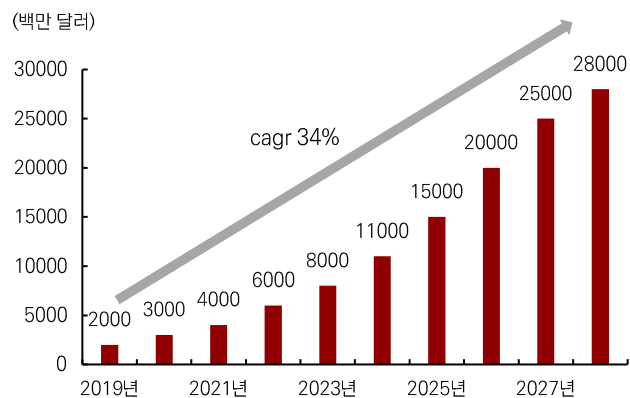
그렇다면 2023년 가장 큰 글로벌 M&A는 무엇이었을까? 바로 화이자의 씨젠(Seagen) 인수이다. **화이자는 약 56조 원에 씨젠을 인수하며 2023년 가장 주목받는 딜을 성사시켰다.**

그렇다면 이제 중요한 논점은 씨젠이 어떤 강점을 가진 기업인지를 이해하는 것이 된다.

그 답은 바로 ADC 기술이다. 씨젠은 ADC 분야에서 강력한 경쟁력을 갖춘 기업으로, 화이자의 이번 인수를 통해 ADC 시장의 성장 가능성이 더욱 부각되었다.

뿐만 아니라 최근 알테오젠이 ADC와 SC 기술을 결합한 빅딜을 성사시키며 바이오 섹터 전반에 큰 활력을 불어넣었다. 이러한 흐름에서 보듯 ADC는 단순한 테마를 넘어 바이오 시장의 거대한 핵심 축으로 자리잡고 있다. 그러한 **ADC 시장은 23년 92억 달러에서 28년 280억 달러로 3배 이상 증가할 전망이다.**

그림 1. ADC 시장 향후 성장성



자료: (Evaluate Pharma, KUVIC)

표 2. 2023년 글로벌 바이오 주요 M&A

인수기업	피인수기업	분야	금액	순위
화이자	씨젠	ADC	56조	1위
애브비	이뮤노젠	ADC	14조	2위
바이오젠	리타파마슈티컬스	희귀질환	10조	3위
로슈	텔레반트	궤양성 대장염	9조	4위

자료: (IQVIA, KUVIC)

1.2 ADC란 무엇일까?

ADC는 항체(Antibody), 약물(Drug), 링커(Conjugate)로 구성된다. 항체는 암세포를 선택적으로 타겟팅하고, 링커는 항체와 약물을 연결하는 역할을 한다. 이렇게 구성된 ADC는 항체가 암세포에 결합한 후 링커를 통해 결합된 약물이 암세포 내부에서 분해되며 암세포를 살상하는 방식으로 작

동한다.

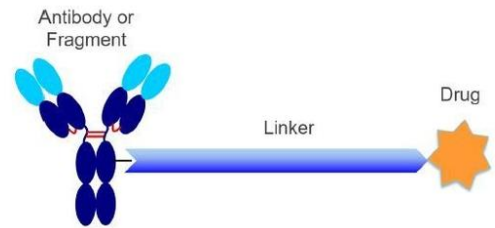
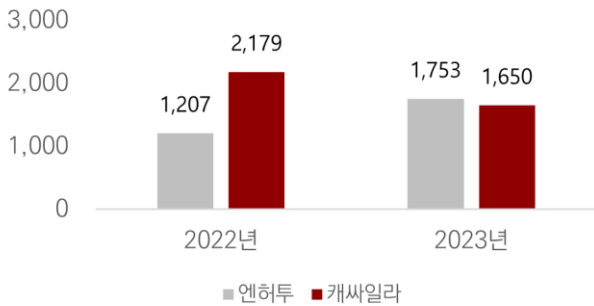
이러한 ADC의 가장 큰 장점은 항체의 표적 선택성과 약물의 강력한 세포 사멸 효능을 결합하여 약물이 암세포에만 선택적으로 작용하도록 한다는 것이다. 이를 통해 치료 효과를 극대화하고 부작용을 최소화할 수 있다. 과거 항암제는 정상 세포와 암세포를 구별하지 못해 심각한 부작용이 있었지만, ADC는 이러한 문제를 크게 개선할 수 있었던 것이다.

다만, 단순히 약물의 효능이 뛰어나다고 해서 좋은 ADC가 만들어지는 것은 아니다. **ADC의 성능은 항체, 링커, 약물이 완벽한 조화를 이루는 데 달려 있다.** 이러한 삼중주가 잘 맞아야 진정한 치료 효과를 발휘할 수 있는 것이다.

예를 들어, 엔허투(Enhertu)와 캐싸일라(Kadcyla)는 동일한 항체를 사용함에도 불구하고 현재는 엔허투가 시장에서 더 높은 평가를 받고 있다. 이는 엔허투의 페이로드가 더 우수한 것도 있지만 엔허투의 링커와 항체 조합이 더 우수함에 따라 치료 효율과 안정성이 더 뛰어나기 때문이기도 하다. 따라서 ADC의 성공은 이러한 요소들이 얼마나 조화롭게 결합되었는지에 달려 있다고 할 수 있다.

그림 2. 엔허투 vs 캐싸일라 (단위: 백만 달러)

그림 3. ADC 구조



자료: (테일리팜,KUVIC)

자료: (EMD 메디컬 뉴스,KUVIC)

1.3 기술 보유자가 甲인 ADC 시장

2023년 씨젠, 이뮤노젠, 시너픽스, 엠브릭스 등 기술력 있는 ADC 기업들이 빅파마에 인수되었다. 이는 앞서 언급한 빅파마의 M&A 트렌드가 반영된 결과로 볼 수 있다. 그러나 이러한 M&A 흐름에서 소외된 제약사들은 새로운 ADC 약물을 개발하고 싶어도 기술력을 제공해 줄 파트너를 찾기 어려워졌다.

결과적으로 ADC 기술 공급은 부족하지만, ADC에 대한 수요는 꾸준히 증가하고 있다. 특히 병용요법의 부상이 수요 증가의 핵심 요인 중 하나이다. 최근 ADC는 면역항암제와 병용요법으로 치료 효과를 극대화하며 항암 치료의 표준 요법으로 자리 잡고 있다. 대표적인 사례로, 면역항암제와 병용요법으로 사용되는 씨젠의 파드셉을 들 수 있다.

더 나아가 빅파마들은 ADC 병용요법을 통해 기존 약물의 시장 점유율을 방어하려는 전략을 펼치고 있다. 이에 따라 시장에 진입하려는 제약사들은 이들과 경쟁하기 위해 자체적으로 ADC 기술을 확보하거나 협력할 파트너를 찾아야 한다.

동사의 IR에서도 이러한 시장 흐름을 인지해 **ADC 시장이 최소 3년간은 공급자 우위 시장이 될 것으로 전망하고 있다.**

II. 기업분석

2.1. 기업 개요

동사는 2006년 설립되어, 2012년 코스닥에 상장된 바이오 플랫폼 기업이다. ADC 기술 중 가장 복잡한 기술인 링커 기술을 보유하고 있으며 자체 개발한 페이로드도 있다.

현재 독자적으로 개발한 ADC 링커 기술을 바탕으로 안센, 오노공업 등의 글로벌 빅파마들과 기술 이전(L/O) 계약을 체결했다.

2.2. 동사의 경쟁우위: 효소 절단형 링커, 부위 특이적 결합방식

2.2.0. 링커의 구분

독성이 강하면 당연히 효능도 강하다 다만 강한 독성의 약물을 주저하는 것은 정밀성 때문

먼저 경쟁우위를 설명하기 이전에 링커는 절단형과 비절단형으로 나뉜다는 점을 알 필요가 있다. **최근의 ADC는 전부 절단형 링커를 사용한다.** 그 이유는 비절단형 링커는 방관자 효과를 기대하기가 어렵기 때문이다. 방관자 효과란 페이로드가 다른 주변 암세포들에게 동시에 영향을 미치는 현상을 말한다. 비절단형 링커는 세포 내에서 리소좀에 의해 분해되기 때문에 세포 외부에서 효과를 발휘하는 방관자 효과는 기대하기 어렵다. 캐싸일라 vs 엔허투 구도에서 엔허투가 경쟁우위를 가졌던 이유 중의 하나이다. 캐싸일라는 비절단형 링커를, 엔허투는 절단형 링커를 사용하였다.

동사의 결합방식은 β -glucuronide 링커이다. 이 링커는 앞서 언급한 절단형 링커의 단점을 보완하며 나타났다. 앞서 언급했듯 절단형 링커는 세포 외부에서 터지기 때문에 안정성이 떨어지는 측면이 있다. 다시 말해 목표까지 가기 전에 터질 위험이 있는 것이다. 그러나 동사의 링커는 그러한 불안정성을 좀 더 낮춘 방식이라고 할 수 있다. **이 β -glucuronide라는 효소는 암세포에서만 나오기 때문에 암세포를 정밀하게 타겟할 수 있는 것이다.**

정밀성이 향상되면 당연히 긍정적인 영향을 미치지만, 그로 인한 핵심적인 이점은 더 강한 독성을 가진 약물을 사용할 수 있다는 점에 있다. 정밀도가 낮을 경우 부작용(예: 혈소판 감소증, 탈모 등)에 대한 우려로 독성이 약한 약물을 선택할 수밖에 없고, 이는 치료 효과의 감소로 이어지기 때문이다.

표 3. 링커의 구분

	절단형 링커	비절단형 링커
장점	빠른 약물 방출, 페이로드 변형 X	Off-target 위험성 낮음
단점	Off-target 위험성 높음	느린 확산 속도, 페이로드 변형 O

자료: (agilent, KUVIC)

2.2.1. 라이신 결합방식

동사 ADC의 비교우위는 그 결합방식에도 있다. 그를 위해 먼저 ADC의 결합방식을 구분해서 알 필요가 있다. ADC의 결합방식은 크게 세 가지로 나뉘어진다. 이는 그 중 첫번째인 라이신 결합방식이다.

라이신 결합 방식은 1세대 ADC가 썼던 링커, 항체, 페이로드의 결합 방식으로 접합 위치는 가장 많지만 어느 부위에 몇 개가 접합될지 모른다는 단점이 있다. 이는 약물이 균질하지 못하다는 단점을 가지게 되는데 이러면 동일하게 약물을 투여해도 약효와 부작용이 일정하지 않아 치료가 예상을 벗어나는 경우가 다수 생긴다는 문제점이 있다.

2.2.2. 시스테인 결합방식

엔허투 등 최근의 ADC가 사용하는 결합 방식이다. 라이신 접합 방식에 비해 균질성이 상승했다. 그러나 여전히 붙는 위치를 결정하지 못한다는 단점이 있다. **붙는 위치가 일정하지 않으면 여전히 암세포가 아닌 정상세포에 약물이 작용할 위험성이 있다.**

2.2.3. 위치 특이적 결합방식

동사의 ADC가 사용하는 결합 방식이다. 이 결합 방식을 이용하면 앞서 언급한 링커가 붙는 위치를 결정할 수 있다는 장점이 생긴다. **이렇게 하면 정밀성을 올릴 수 있고 그에 따라 약물의 독성을 올려 효능도 올릴 수 있다는 이점이 있다.** 최근 엔허투는 결합 방식의 변형을 통해 독성을 낮추는 대신 SC 방식을 활용해 독성을 줄이려는 시도를 하고 있다. 이는 독성 농도의 중요성을 다시 한번 입증해주는 사례라고 볼 수 있다.

표 4. 결합 방식 비교

	라이신 접합	시스테인 접합	위치 특이적 접합
DAR(약물 항체 비율)	제어 불가능	일부 제어 (4~8)	제어 가능
사용 약물	캐싸일라	엔허투	LCB 84

자료: (ibric, KUVIC)

2.3. 플랫폼과 파이프라인

2.3.1. 파이프라인

1. LCB 71(타겟 바이오 마커: ROR1), (L/O to 씨스톤 파마)

크게 보면 암종 중 혈액암을 타겟하며 씨스톤 파마에게 라이선스 아웃한 파이프라인이다. 씨스톤파마는 향후 임상 결과가 긍정적일 경우 내년 안에 다른 빅파마를 대상으로 서브 라이선스 아웃을 고려하고 있는 상황이다. 이에 따라 관련 신약에 대한 니즈가 강한 글로벌 빅파마 후보군을 면밀히 분석하는 것이 중요하다.

혈액암은 다양한 세부 질환으로 구성되어 있으며 그중 **거대 B세포 림프종(DLBCL)** 시장은 가장 경쟁이 치열한 분야로 평가된다. 이는 DLBCL이 비호지킨 림프종(NHL) 중 가장 흔한 형태로 세계적으로 높은 유병률을 보이는 데 기인한다. 높은 유병률로 인해 다양한 제약사가 이 시장에 진입해 치료제를 개발하면서 경쟁 강도가 상당히 높아진 상황이다. 특히, 로슈(Roche)는 리톡산과 폴리비의 성공적인 상업화를 통해 강력한 시장 점유율을 확보하

고 있지만 신규 약물의 시장 진입으로 기존 약물의 매출 감소 가능성이 제기되고 있다. 이에 따라 로슈는 경쟁 약물을 차단하고 파이프라인을 강화하기 위해 적극적인 전략을 펼칠 것으로 보인다.

다른 주요 혈액암 시장 중 하나인 **다발성 골수종**은 빠르게 성장하는 분야다. 2023년 기준 시장 규모는 약 215억 달러로 기록되었으며, 2030년까지 연평균 성장률 7.06%로 성장해 약 347억 달러에 이를 것으로 전망된다. 이 시장에서는 GSK와 J&J가 각각 새로운 시장 진입과 기존 리더십 유지를 목표로 치열한 경쟁을 벌이고 있다. GSK는 벨란타맙 마포도틴의 성과를 기반으로 시장 점유율 확대를 모색하고 있으며, J&J는 다잘렉스를 중심으로 시장 점유율을 유지하기 위해 노력 중이다. 특히, CAR-T와 ADC 기술 플랫폼이 주목받고 있으며, 양사가 이 기술을 활용한 신약 확보에 높은 관심을 보일 가능성이 높다.

호지킨 림프종 시장에서는 화이자가 시장 확장을 목표로 ADC 기반 신약을 확보하려는 니즈를 가지고 있다. 현재 BMS의 옴디보(Opdivo)와 머크의 키트루다(Keytruda)가 주요 치료제로 자리 잡고 있는 시장이지만, ADC 신약은 새로운 치료 패러다임을 제시할 잠재력을 가지고 있어 화이자가 이를 통해 경쟁력을 강화할 가능성이 크다.

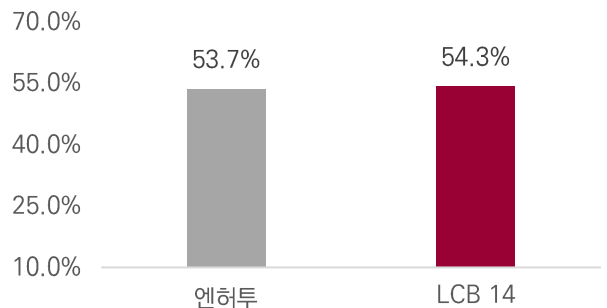
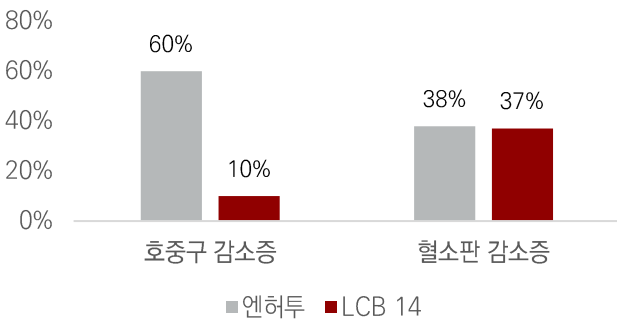
2. LCB 14 (타겟 바이오 마커: HER2), [L/O to 익수다(글로벌), 포순 파마(중국)]

현재 글로벌 HER2 시장의 선두주자는 아스트라제네카의 엔허투이다. 한때 경쟁자로 평가받던 로슈의 캐싸일라는 엔허투와의 대결에서 완패하며 시장 주도권을 내주었다. 이러한 상황에서 엔허투의 연매출은 약 13조 원에 달하게 되었으며 HER2 분야에서 독보적인 위치를 차지하게 되었다.

익수다는 향후 임상 결과가 긍정적일 경우, 빅파마를 대상으로 서브 라이선스 아웃을 고려하고 있다. 특히 로슈와 아스트라제네카가 주요 후보로 거론된다. 로슈는 엔허투를 넘어설 대체 약물이 필요한 상황이며, 아스트라제네카는 엔허투의 시장 점유율을 방어하기 위해 익수다와의 계약을 고려할 가능성이 있다.

무엇보다 동사의 약물이 현재까지 임상 결과에서 엔허투를 뛰어넘는 데이터를 보였다는 점은 매우 고무적이며, 시장의 기대를 더욱 높이고 있다. **구체적으로는 효능은 비슷하지만 부작용 비율이 현저하게 낮다.** 자세한 것은 아래 그림에 설명이 되어 있다.

그림 4. 엔허투 vs LCB 14 부작용 비교 **그림 5. 엔허투 vs LCB 14 ORR(객관적 반응률) 비교**



자료: (리가캠 바이오 IR, KUVIC)

자료: (리가캠 바이오 IR, KUVIC)

그리고 상대적으로 진전이 더딘 익수다와 달리 포순 파마와 진행한 라이선스 아웃은 이미 11월 말 3상을 마쳤고 내년 1분기 유방암 3차 치료제 품목 허가 신청에 돌입할 계획이다.

3. LCB 84 (타겟 바이오 마커: TROP2), (L/O to 존슨앤존슨)

리가캠 바이오의 가장 중요한 파이프라인이며 현재 트로델비만이 진출해 있는 Trop2 ADC 를 목표로 하고 있다. 이 파이프라인이 가장 중요한 이유는 해당 파이프라인이 가진 확정적인 가치 때문이다.

먼저 Trop2 ADC가 중점적으로 활용될 비소세포폐암 시장은 미국 내 암종 중 사망률이 1 위라는 점에서 그 중요성이 높다. 또한 이 시장의 선두주자인 아스트라제네카의 타그리소는 연매출 약 7조 원을 기록하고 있다.

그러나 현재 이 시장은 치열한 경쟁이 진행 중이다. 존슨앤존슨(J&J)의 렉라자가 타그리소가 장악한 시장에 침투하며 경쟁 구도를 형성하고 있다. 이에 맞서 아스트라제네카는 타그리소 + ADC 조합을 내세워 방어 전략을 구축하려고 하며 이 조합 개발을 위해 엔허투를 만든 다이치산교와 협력하고 있다.

이러한 상황 속에서 존슨앤존슨도 타그리소와 엔허투 조합에 대응하기 위해 ADC 파트너를 구해야 했다. 그 대항마로 선택된 것이 바로 리가캠 바이오다. 현재 리가캠바이오를 제외한 ADC 선택지는 없다고 봐도 무방하며 J&J는 결국 상용화에 나설 것이라는 것이 시장의 생각이다. 이후 밸류에이션에서 좀 더 자세하게 다룰 예정이다.

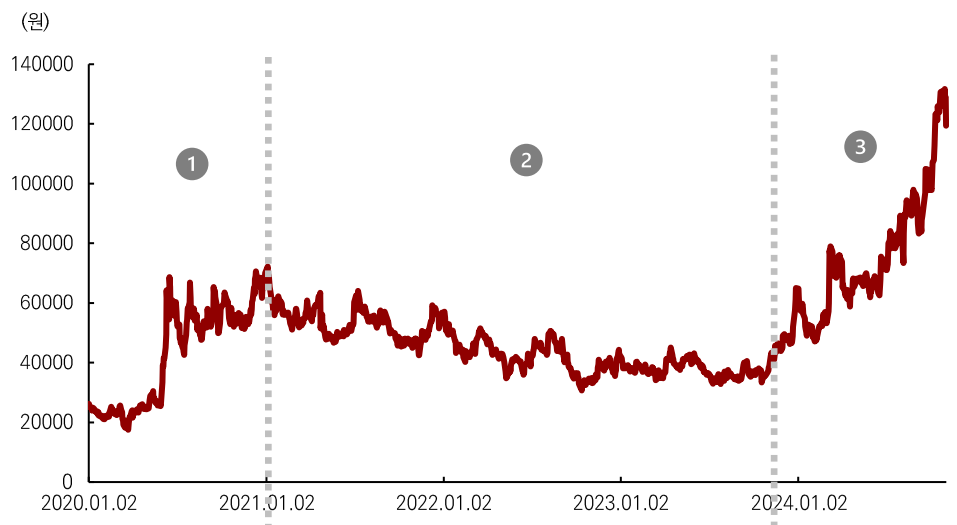
4. LCB 97 (타겟 바이오 마커: L1CAM)

현재 경쟁자가 없는 시장이다. **따라서 향후 개발에 성공할 시 first in class 가능성이 높다.** 다만 주목할 것은 이번 계약이 전임상 단계에서 이뤄진 라이선스 아웃이라는 것이다. 보통 전임상 단계에서 1 조원 규모의 라이선스 아웃은 일어나지 않기 때문에 이번 딜은 당사 플랫폼의 가능성을 입증해 준 딜이라고 할 수 있을 것이다.

다만, first in class 이기 때문에 향후 딜의 가치를 산정해 목표 주가 산정에 포함하기 어렵다는 단점은 있을 것이다.

2.4. 주가 추이 분석

그림 6. 동사 주가추이 분석



자료: (KUVIC)

① : 2020년 4월 영국 ADC 개발 기업 익스다와 마일스톤 5천억원 규모의 비공개

ADC 기술이전 계약을 체결하면서 주가가 상승하였다.

- ② : 본격적으로 임상 진행되며 특별한 이벤트 없이 홍보했다.
- ③ : 2023년 12월, J&J에 임상 1상 초기 단계에 있는 LCB84를 2.2조원 규모로 기술 이전하며, 글로벌 유망 ADC 바이오텍으로서의 입지를 더욱 강화했다. 또한 2024년 3월, 오리온이 리가켄의 주식 25%를 인수하면서 리가켄에 대한 주목도가 급격히 상승했다.

III. 투자 Point

3.1. 소외되었던 파이프라인 LCB 97의 등장

올해 10월 리가캠 바이오에게 중요한 분기점이 될 라이선스 아웃 계약이 성사되었다. 바로 오노 공업과의 계약이다. 이 계약 소식을 접한 많은 사람들은 자연스럽게 이런 질문을 떠올렸을 것이다. 리가캠과 L/O 계약을 맺은 오노는 어떤 회사인가?

오노 공업은 시가총액 약 10조의 일본 탐티어 제약사이다. 이 회사의 전체 매출 중 약 50%는 옹디보(Opdivo) 로열티에서 발생하고 있다. 옹디보는 블록버스터 의약품으로써 2023년 매출 6위에 랭크된 면역항암제이다. 물론 현재 옹디보를 판매하는 회사는 BMS이지만, 원개발사는 오노 공업이다.

또한 오노 공업은 길리어드(Gilead), 화이자(Pfizer), BMS 등 글로벌 제약사들과 파트너십을 맺고 있으며, 앞으로의 성장 가능성 또한 매우 뛰어난 기업으로 평가받고 있다.

여기까지 오노 공업이 신뢰할만한 회사인지 살펴보았다면 이제는 그럼 이 계약이 앞선 계약보다 더 특별한 이유를 알아볼까 한다. 이번 계약에서 가장 주목할만한 부분은 이번 계약의 두번째 옵션이다.

이번 계약의 두 번째 옵션은 ‘L1CAM을 타겟으로 하는 여러 ADC를 동시에 개발할 경우 총 계약금이 증가할 수 있음’이다. 이는 리가캠 바이오가 보유한 페이로드를 여러 가지 적용하여, 그중 가장 우수한 약물을 선택하겠다는 의미로 해석할 수 있다. 이러한 옵션은 당연히 계약금 증가로 이어질 가능성이 크다. 그러나 더 중요한 점은 이를 통해 리가캠 바이오가 **맞춤형 ADC를 제공할 수 있는 진정한 플랫폼 기업으로 자리매김했음을 보여준다는 것이다.**

표 5. 2023년 글로벌 매출액 상위 6개 단일 의약품

의약품	매출액	제약사
키트루다	250억 달러	MSD
코미나티	217억 달러	화이자
휴미라	130억 달러	애브비
팍스로비드	128억 달러	화이자
엘리퀴스	122억 달러	BMS/화이자
옹디보	110억 달러	BMS

자료: KUVIC

3.2. 현금흐름, 고금리 시기에 필수적인 기초 체력

바이오 산업에서는 우수한 펀더멘탈과 향후 성장성만큼이나 중요한 요소가 바로 충분한 현금흐름이다. 바이오 기업은 일반적으로 시계열이 길어 자력으로 현금을 창출하기까지 상당한 시간이 걸린다. 특히, 현재와 같은 고금리 환경이 지속되는 시기에는 이러한 특성이 더욱 취약점으로 작용한

다. 이 때문에 금리 인상 시 시장 참여자들은 바이오 산업에 대해 더욱 비판적인 평가를 내리는 경향이 있다.

위의 평가는 어찌 보면 당연하다. 충분한 현금흐름을 갖고 있지 않아 과도한 전환사채를 발행하게 되거나 심지어는 유상증자로까지 이어지는 경우가 없지 않다. 대표적으로 최근 펩트론의 유상증자 케이스가 있다. 펩트론은 아래 그림을 보면 알 수 있듯이 8월 즈음부터 시장에 유상증자 소문이 돌기 시작하더니 주가가 50% 이상 급락했다. 이는 근본적으로 펩트론이 라이선스 아웃 계약으로 비롯되는 마일스톤이 없어 현금흐름이 부족했기 때문이다.

조금 더 익숙하고 최근의 사례인 펩트론을 예시로 들었을 뿐이며 바이오 섹터를 자세히 들여다보면 이와 유사한 사례는 셀 수 없을 정도로 많다는 것을 알 수 있다.

그림 7. 펩트론 주가추이 분석



자료: (KUVIC)

그러나 동사는 다르다. 이미 **안센으로부터 약 1300억 원의 선금금을 수령했으며**, 이후 임상 결과에 따라 추가적인 마일스톤 지급도 예정되어 있다. 또한, 다른 제약사들로부터 수백억 원 규모의 선금금을 확보해 안정적인 현금흐름을 유지하고 있다.

더불어 오리온이라는 든든한 파트너도 강점으로 작용한다. 올해 1월, 동사는 오리온을 대상으로 제3자 배정 유상증자를 진행하며 5000억 원 규모의 유동성을 확보했다. 이번 유상증자는 한국에서 흔히 볼 수 있는 제3자 배정 유상증자 방식과는 달리 1월 12일 기준 종가(56,200원)보다 높은 59,000원에 프리미엄을 부여하며 이루어졌다. 이를 통해 거버넌스 문제를 불식시키는 동시에 바이오텍 특유의 유동성 문제를 해결했다. 이를 입증하는 증거 중 하나는 신규 장기 차입금이나 회사채 발행이 없다는 점이다.

이를 펩트론과 비교해 보면 차이가 더욱 명확해진다. 두 회사의 현금흐름은 약 15~20배 차이가 나지만, 2023년 기말 기준 시가총액은 약 4배 정도의 격차를 보인다.

또한 장기 차입금의 추이에서도 뚜렷한 차이를 확인할 수 있다. 펩트론은 회사채를 발행하지 않았으나, 여전히 장기 차입금을 지속적으로 차입하는 추세다. 반면, 리가캠 바이오는 회사채를 발행하지 않았을 뿐만 아니라, 기존의 장기 차입금을 전액 상환한 뒤 추가적인 차입을 하지 않는 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 이러한 추세를 볼 때, 동사는 고금리 장기화에 따른 위험으로부터 상당히 자유로운 상태임을 알 수 있다.

결국 안정적인 현금흐름은 기업의 기초 체력을 보여주는 지표이며, 이는 바이오 산업에서 우수한 거버넌스로 이어질 수 있는 중요한 요소로 작용한다.

표 6. 리가캠 바이오 vs 펩트론 재무상태표 비교 (단위: 십억원)

리가캠 바이오			재무상태표 항목	펩트론		
2021	2022	2023	회계 연도	2021	2022	2023
2000	1568	2379.6	시가총액	209.1	147.7	744.7
139.9	117.9	63.0	현금 및 현금성 자산	4.6	5.0	4.2
9.1	0	0	장기 차입금	6.0	0	4.5

자료: (DART, KUVIC)

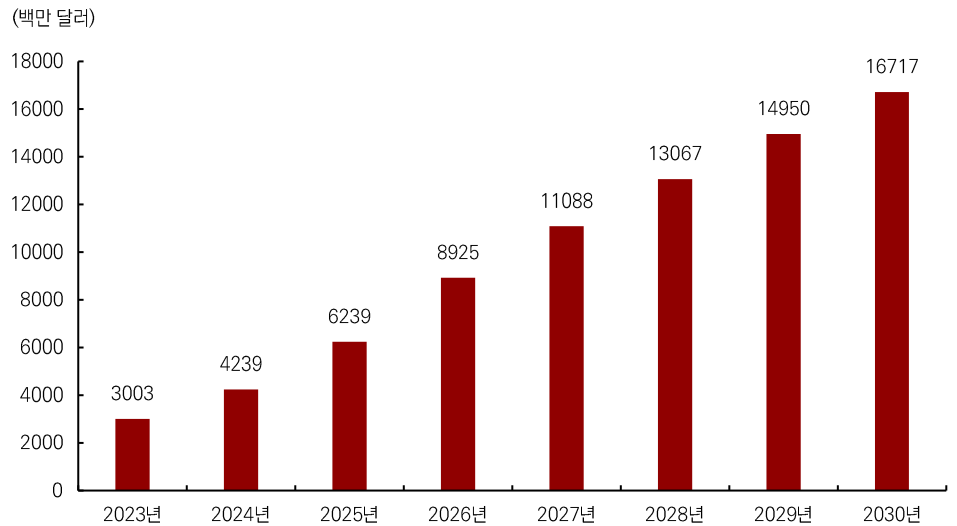
3.3. ADC? 이제 시작이다.

현재 ADC 약물 중 가장 높은 매출을 기록하고 있는 것은 당연히 엔허투이다. 하지만 엔허투의 현재 매출을 들으면 예상보다 낮아 놀라는 사람들이 있다. 실제로 엔허투의 연매출은 약 30억 달러로, 글로벌 매출액 상위 10위권에 들지 못한 상황이다.

그러나 주목해야 할 점은 바로 현재가 아닌 미래이다. 시장에서는 2028년 엔허투의 매출이 130억 달러에 달하며, 글로벌 매출 상위 3위 안에 안착할 것으로 평가하고 있다(표 5 참고).

엔허투가 이렇게 높은 성장성을 기록한 이유는 여러 개별 요인도 있겠지만, ADC라는 새로운 트렌드 자체가 주는 영향을 무시할 수 없다. ADC 시장은 이제 막 도입기를 지나고 있으며, 이러한 흐름 속에서 동사는 충분한 기술력을 바탕으로 성장 기회를 잡을 가능성이 크다고 판단된다.

그림 8. 엔허투 매출 추이 및 전망



자료: (Evaluate Pharma, KUVIC)

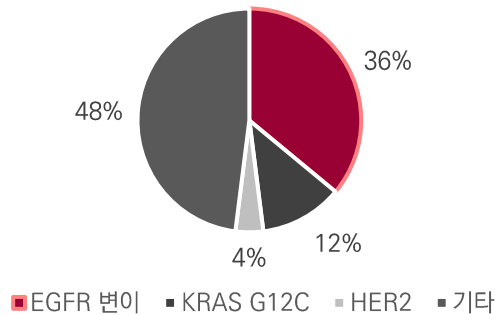
IV. 투자 Risk

루닛의 약진, 급해진 'J&J'

아스트라제네카는 J&J의 침투를 막기 위해 타그리소 + ADC 조합을 내세웠다고 앞서 말한 바 있다. 그런 ADC인 Dato-DXd가 11월 12일 아스트라제네카에 의해 가속 승인 신청되었다. 이렇게 되면 25년 중순 승인이 기대되며 J&J의 입지가 좁아질 가능성이 생긴 것이다. 이 치열한 공방전에 갑자기 뛰어든 것이 루닛이라고 할 수 있다.

루닛이 동시에 끼칠 잠재적 영향을 이해하기 위해서는 먼저 폐암 시장과 진단 과정에 대한 이해가 필요하다. 폐암 환자의 약 85%는 비소세포폐암(NSCLC)이며, 이 중 타그리소가 타겟으로 하는 EGFR 변이는 약 40%를 차지한다. 따라서 비소세포폐암 환자가 타그리소 처방 대상에 해당하는지 여부가 매우 중요한 요소로 작용한다. 그렇기 때문에 판별 절차를 알 필요가 있다.

그림 9. 비소세포 폐암 中 EGFR 변이



자료: (보로노이 IR, KUVIC)

기존에는 구체적인 치료법을 결정하기 위해 H&E 염색 슬라이드 검사를 진행하고, 이를 통해 EGFR 변이가 발현된 환자를 선별한 후 NGS 검사로 타그리소 투여 가능성을 진단했다. 루닛은 이 과정에서 H&E 염색 슬라이드 진단을 시로 보조한다.

루닛의 시가 도입되면 기존 분류 기법의 한계로 인해 타그리소 처방 대상에서 제외되었던 환자까지 분류해낼 수 있으며, 진단 속도 역시 기존보다 빠르기 때문에 상용화 가능성이 높다. 특히 진단 시간을 기존 2주에서 하루 정도로 압축한 것은 타그리소 투여 가능 환자의 투여일 수 증가 가능성을 높이는 중요한 계기가 될 수 있을 것이다.

물론 루닛이 아스트라제네카와 독점 계약을 체결할지는 불확실하지만 앞선 두 가지 사건을 고려할 때 J&J가 점유율 방어를 위해 LCB84를 적극적으로 활용할 가능성은 더욱 높아졌다고 볼 수 있다. 특히 기존 파이프라인의 시계열이 길다는 비판을 받아왔던 동사의 시계열이 가속화될 조짐을 보이고 있다는 점도 주목할 만하다.

V. Valuation

매출 추정 논리

표 7. 매출 테이블

(단위: 십억원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
매출	130	333	90	239	34	312	183	294	538	557	580	602
YoY(%)		156%	-73%	164%	-86%	817%	-41%	60%	83%	4%	4%	4%
LCB 84	104.2	260.6	64.0	118.9	0.0	246.9	93.3	168.6	336.6	351.5	367.1	383.3
YoY(%)			-75%	86%	-100%	#DIV/0	-62%	81%	100%	4%	4%	4%
LCB 14 (포순 파마)	0.0	0.0	2.6	4.5	8.6	17.3	18.2	18.5	18.9	19.3	19.7	20.1
YoY(%)				74%	89%	101%	5%	2%	2%	2%	2%	2%
LCB 14 (익수다)						22	44	78	153	156	161	165
YoY(%)							104%	77%	95%	2%	3%	3%
LCB 97	3.4	49.0	0.0	91.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)												
연구용역	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
YoY(%)			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
상품 및 기타 매출	22.0	22.8	23.5	24.4	25.3	26.2	27.2	28.2	29.3	30.5	31.7	33.0
YoY(%)			3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

자료: KUVIC

* LCB 71 파이프라인에 대한 추정은 가정이 많아져 배제하고 추정함.

1. LCB 84 안센 向

표 8. LCB 84 向 매출

단위: 백만\$	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Trop2 ADC 시장 규모			4,000	4,177	4,362	4,555	4,757	4,968	5,188	5,418	5,658	5,909
LCB 84 침투율	-	0	0	0	0	0.00%	10.78%	18.65%	35.65%	35.65%	35.65%	35.65%
계약 마일스톤	80.0	200.0	49.1	91.2	0.0	189.5						
판매 로열티 (13%)							67	120	240	251	262	274
총 매출액 (백만\$)	80	200	49	91	0	189	67	120	240	251	262	274
총 매출액 (십억원)	104	261	64	119	0	247	93	169	337	352	367	383

자료: KUVIC

추정 공식: Trop2 ADC 시장규모 X LCB 84 침투율 X 판매 로열티

Trop2 ADC 시장규모

2026년 시장 규모는 Kuick Research를 참고하였고, 27년부터는 **세계 암환자 증가율 4.43%를 추세 적용**하였다.

LCB 84 침투율

LCB 84의 경쟁 약물로는 트로델비와 DATO-Dxd가 있다. 그러나 현재 두 약물 모두 상당한 난관에 직면해 있다. Trop2 ADC는 적응증 확대가 중요한 요건인데, 트로델비는 Trop2 ADC 시장에서 최대의 적응증으로 평가받는 비소세포폐암 3상 임상에서 실패했다. 구체적으로 2024 ASCO에서 발표된 트로델비의 임상 3상 EVOKE-01 결과에 따르면, 무진행 생존 기간(PFS)이 약물 투여군 4.1개월, 화학요법 투여군 3.9개월로 유의미한 차이를 보이지 못하며 2차 평가지표 충족에 실패했다.

DATO-Dxd 역시 비슷한 상황이다. 비소세포폐암 2차 치료제 임상 3상에서 전체 생존율(OS) 값의 통계적 유의성을 확보하지 못했고, 결국 대상 적응증을 축소하기 위해 FDA 허가 신청을 수정해야 했다. 또한 2024년 9월 발표된 유방암 대상 3상 임상에서도 통계적 유의성을 달성하지 못하며 다시 한번 한계를 드러냈다.

이러한 상황은 동사에게 절호의 기회로 작용할 수 있다. Trop2 ADC 시장은 Her2 ADC 시장만큼 성장 가능성이 큰 시장으로 평가된다. 현재 출시된 글로벌 ADC 약물은 14개뿐이며, 기존 ADC가 있는 시장에 ADC를 성공적으로 출시한 사례는 엔허투와 캐싸일라뿐이다. 2030년에는 DATO-Dxd가 시장에 출시되어 있겠지만, 그 성과는 앞서 말한 대로 제한적일 것으로 판단된다. 이를 감안하면 엔허투의 시장 침투율을 LCB 84의 침투율 대응치로 사용할 수 있다고 판단했다.

판매 로열티

비공개 계약에 따라 판매 로열티 정보는 미공개이나, **유한양행과 유사한 수준의 로열티인 13% 수령을 예상**하는 바이다.

먼저 유한양행과 동사의 계약 상대방이 J&J로 동일하며, 그 목적 역시 아스트라제네카에 대응하기 위한 점에서 유사하다. 이에 따라 대상 적응증 또한 비슷한 범위를 가진다.

따라서 마일스톤 수령 타임라인은 유한양행의 사례를 참고하여 설정하였다. 또한 이번 계약에는 2025년 임상 결과에 따라 J&J가 2,600억 원 규모의 옵션을 행사할 가능성이 포함되어 있으며 **해당 옵션은 행사될 것으로 예상하여 2025년 매출에 반영**하였다.

2. LCB 14 포순 파마 向

표 9. LCB 14 (포순 파마) 向 매출

단위: 백만\$	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
글로벌 엔허투+ 캐싸일라 매출	4,633	5,054	5,320	5,600	5,712	5,826	5,942	6,061	6,182	6,306	6,503	6,670
중국 엔허투 + 캐싸일라 매출			266	231.6	252.7	266	280	285.6	291.3	297.1	303.05	309.1
LCB 14 중국 내 침투율	-	0.0%	5.4%	10.8%	18.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%
판매 로열티 (13%)			2	3	6	12	13	13	13	14	14	14
총 매출액 (백만 \$)	0	0	2	3	6	12	13	13	13	14	14	14
총 매출액 (십억원)	0	0	3	5	9	17	18	19	19	19	20	20

자료: KUVIC

추정 공식: 글로벌 엔허투+캐싸일라 매출 X 중국 항암시장 비율 X LCB 14 침투율 X 판매 로열티

중국 엔허투 + 캐싸일라 매출

엔허투와 캐싸일라가 점유하고 있는 시장에 침투하는 것으로, 이들의 글로벌 예상 매출을 합산한 후, 중국이 항암 시장에서 차지하는 비중을 곱하여 계산하였다. 이 비율은 5%로 최근 HLB IR 에서 언급된 사실이다. 비율이 낮다고 느낄 수 있지만 이는 중국의 경제 규모에 비해 약가가 과도하게 낮기 때문이다. 중국 정부의 약가 인하 압박이 강하게 작용하고 있어 약가를 올리기보다는 글로벌 표준 대비 약 30% 정도 절하된 가격으로 판매되고 있는 상황이다.

LCB 14 침투율

앞서 언급한 바와 같이 이미 ADC가 존재하는 시장에 ADC를 출시한 사례는 엔허투와 캐싸일라 외에는 없다. 그러나 LCB 14는 엔허투와 캐싸일라의 경쟁 약물이므로, 이 침투율을 적용하는 데 더 용이할 것이다. 장기적으로는 LCB 14가 캐싸일라의 점유율을 대체할 것으로 기대한다.

판매 로열티

앞서 제시한 LCB 84 로열티율과 같다고 가정하였다.

3. LCB 14 익수다 向

표 10. LCB 14 (익수다) 向 매출

단위: 백만\$	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
글로벌 엔허투+ 캐싸일라 매출	4,633	5,054	5,320	5,600	5,712	5,826	5,942	6,061	6,182	6,306	6,503	6,670
중국 엔허투 + 캐싸일라 매출			266	231.6	252.7	266	280	285.6	291.3	297.1	303.05	309.1
중국 제외 엔허투 + 캐싸일라 매출	4,633	5,054	5,054	5,368	5,459	5,560	5,662	5,775	5,891	6,009	6,200	6,360
LCB 14 글로벌 침투율	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.39%	10.78%	18.65%	35.65%	35.65%	35.65%	35.65%
판매 로열티 (5.2%)			0	0	0	16	32	56	109	111	115	118
총 매출액 (백만 \$)	0	0	0	0	0	16	32	56	109	111	115	118
총 매출액 (십억원)	0	0	0	0	0	22	44	78	153	156	161	165

자료: KUVIC

추정 공식: 글로벌 엔허투+캐싸일라 매출 X 중국 제외 항암시장 비율 X LCB 14 침투율 X 판매 로열티

글로벌(중국 제외) 엔허투 + 캐싸일라 매출

앞서 포순 파마향을 구한 부분을 제외하고 계산했다.

LCB 14 침투율

앞서 언급한 바와 같은 침투율을 적용했다.

판매 로열티

서브 라이선스 아웃이기 때문에 익수다와의 수익 배분을 고려해 로열티율을 앞서 사용한 13%의 40%로 하였다. 위의 근거는 유한양행과 오스코텍(원개발사)의 배분비율 6:4 를 사용했다.

4. LCB 97 오노 공업 向

표 11. LCB 97 (오노 공업) 向 매출

단위: 백만\$	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
계약 마일스톤	0.0	30.0	0.0	65.0	0.0							
총 매출액 (백만 \$)	2	35	0	65	0	0	0	0	0	0	0	0
총 매출액 (십억원)	3	49	0	91	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: KUVIC

LCB 97 은 분명 잠재력이 있는 파이프라인이지만, 현재 전임상 단계에 있으며 시계열이 30 년 중후반부터 진행될 것으로 예상된다. 이를 감안하여 할인 적용 시 매출에 유의미한 영향을 미치지 않았다. 또한, First in class 약물이 확정적이기에 향후 매출 추정 시 가정이 과하게 들어갈 수 있기 때문에 향후 임상 과정에서 수령할 마일스톤만을 고려하여 분석하였다.

비용 추정 논리

비용 추정은 변동비와 고정비로 구분하여 주요 항목별로 진행하였다. 특히 매출 원가 중 상품 원가가 중요한 항목으로, 이는 L/O 계약으로 수령하는 로열티와 마일스톤이 동사의 주요 매출원이지만 로열티 매출은 상품원가가 발생하지 않기 때문이다.

표 12. 실제 기타 사업부 매출과 매출원가 中 변동비

(단위 : 백만원)	2020	2021	2022	2023
기타 사업부 매출	18,302	19,400	20,500	21,510
% of Growth		6.0%	5.7%	4.9%
변동비	13,829	14,459	15,563	16,348
상품매출원가	13,829	14,459	15,563	16,348

자료: (KUVIC)

표 13. 기타사업부 매출 X 75%로 역산된 변동비

(단위 : 백만원)	2020	2021	2022	2023
기타 사업부 매출	18,302	19,400	20,500	21,510
% of Growth		6.0%	5.7%	4.9%
변동비	13,727	14,550	15,375	16,133
상품매출원가	13,727	14,550	15,375	16,133

자료: (KUVIC)

따라서 상품 원가는 로열티와 마일스톤 매출을 제외한 의료기기 및 의료소모품 매출액에 % of Sales를 적용하여 추정하였다.

방식의 유효성 확인을 위해 2020년부터 2023년까지 동사의 의료사업부 매출 대비 상품 매출원가

비율을 확인한 결과, 75%에서 76% 사이에서 안정적으로 유지되고 있음을 확인할 수 있었다. 이를 바탕으로 이후 기타 사업부의 추정 매출에 동일한 75% 비율을 적용하여 상품 매출원가를 산출하였다.

Valuation Method

DCF Method로 Valuation을 진행하였다. 동사의 WACC은 8.9%를 부여하였으며, 무위험 이자율은 미국 10년물 국채금리인 4.43%를 적용하였다. 또한 시장 수익률은 코스피 PER을 고려한 6.9%를 부여하였고 베타는 1개년 베타값인 1.76을 적용하였다. 영구성장률의 경우 한국 3개년 GDP 성장률의 평균치를 적용하였다. 최종적으로 목표주가 165,000원, Upside 54.9%로 투자의견 BUY를 제시한다.

표 14. 밸류에이션 – Valuation Method DCF

구분	내용	비고
Operation 가치 (십억원)	885	
Terminal Value (십억원)	5,058	
WACC	8.9%	
영구성장률	2.2%	한국 3년 평균 GDP 성장률
목표 시가총액 (십억원)	6,030	
유통 주식수 (천주)	36,610	
목표 주가 (원)	165,000	164,670원의 조정 가액
현재 주가 (원)	104,700	
상승여력 (%)	57.3%	

자료: KUVIC

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스타디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.