

2026년 08월 18일 | 키움증권 리서치센터 | 산업분석 | 제약/바이오

The New K-BIO

제약/바이오 Analyst 허혜민 | RA 김종현



Contents



The New K-BIO 2

I. 기대감과 좌절의 무한루프 3

> 기대감을 뛰어넘을 신뢰 필요 3

II. Cash Burn to Cash Flow (FCF) 4

> 공매도가 리레이팅으로 변화 4

> K-BIO, 완성되지 않은 증명 7

> 기술이전 기업에서 로열티 기업으로 9

> 로열티를 넘어 이익배분으로 18

> 상업화 성공에 필요한 타이밍과 차별화 21

III. 모멘텀도 달라져야 한다 26

> 좋은 기술이전과 좋은 임상을 구분할 시간 26

> Next Licensing_플랫폼 30

> Next Licensing_파이프라인 32

IV. 투자전략 35

> K BIO 해외 지분투자 증가 35

> Cash Flow + Growth 를 함께 보는 투자전략 37

기업분석 40

> 셀트리온 (068270) 41

> 유한양행 (000100) 48

> 한올바이오파마 (009420) 53

> 알테오젠 (196170) 63

> 올릭스 (226950) 67

> 지아이이노베이션 (358570) 72

Compliance Notice

- 당사는 08월 18일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

The New K-BIO

>>> 기대감을 넘어 신뢰가 필요한 시점

국내 제약·바이오 시장은 기술이전과 임상 성공에 기대가 높아진 뒤 실패와 반환을 경험하며 기대 → 좌절 → 학습의 과정을 반복해왔다. 이제 **단순한 이벤트보다 기대가 실제 가치로 이어질 수 있다는 신뢰가 필요한** 시점이다. 과거 미국 바이오 시장 역시 신약 승인 자체보다 출시 이후 시장 기대를 뛰어넘는 매출과 현금흐름을 보여주는 기업들이 늘어나면서 리레이팅됐다. K-BIO 또한 키트루다 SC·렉라자를 시작으로 수익화 사례가 축적되고 있으며, 1세대 제품의 상업화 성공이 확인될수록 **2028~30년 상업화를 앞둔 2세대 파이프라인의 가치도 선반영** 가능성이 높다.

>>> 기술이전도 '퀄리티'를 볼 시간

기술이전도 단순히 기술이전했다는 사실만으로 기업가치가 리레이팅되는 시기는 지나가고 있다. 최근 계약금과 로열티 조건이 시장의 기대를 크게 뛰어넘지 못했던 만큼, 경제적 권리와 파트너의 개발 의지가 뒷받침되지 않는 기술이전은 단기 모멘텀에 그칠 가능성이 높다. 최근 기술이전을 목표로 하는 주요 **플랫폼과 파이프라인은 Human PoC 확보, 후기 임상 진입, 플랫폼 상업화 검증 등 트랙레코드가** 축적되고 있어 향후 협상력과 상업화 가능성이 높아질 것으로 기대한다. 해외 투자자의 지분투자 역시 수익화 가능성이 높은 K-BIO 기업으로 확대되고 있다. **Cash Flow가 섹터의 신뢰와 하방을 만들고, 퀄리티 높은 임상·기술이전 모멘텀이 상방을 열어주는 국면**으로 K-BIO의 새로운 변화를 기대한다.

>>> 투자전략, Cash Flow + Growth

수익 가시성과 성장 모멘텀을 함께 보유한 **유한양행과 올릭스**를 각각 커버리지와 바이오텍 관심종목 Top Picks로 제시한다. 유한양행은 렉라자 처방 확대와 빅파마형 기술이전, 올릭스는 로레알 협업 확대에 따른 현금흐름 개선과 추가 기술이전 가능성에 주목한다. 이 밖에 **셀트리온**은 시밀러 차별화 전략과 직판 레버리지 효과, **알테오젠**은 키트루다 SC 판매 확대와 추가 플랫폼 기술이전, **한올바이오파마**는 RA 임상 데이터와 GD-MG 상업화 가시성, **지아이이노베이션**은 다수 파이프라인의 기술이전 가능성을 주요 모멘텀으로 주목한다.

I. 기대감과 좌절의 무한루프

>>> 기대감을 뛰어넘을 신뢰 필요

무한 반복: 기대감 → 좌절 및 현실화 → 시장의 학습

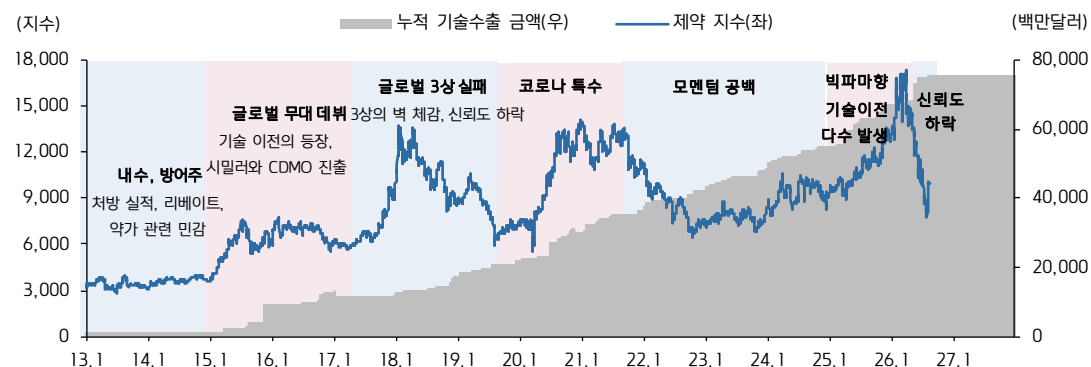
제약/바이오 섹터 투자심리를 좌우하는 요인은 시대에 따라 달라져 왔지만, 큰 흐름에서 보면 기대감이 커졌다가 현실의 벽을 체감하고, 이를 학습하는 과정이 반복되어 왔다. 2015 년 국내 첫 대규모 글로벌 기술이전이 등장했을 당시에는 기술이전 자체만으로도 투자심리가 크게 개선됐다. 그러나, 이후 한미약품의 기술 반환을 경험하면서 시장은 '기술이전도 반환될 수 있다'는 사실을 학습하게 됐다.

임상도 마찬가지다. 유망할 것으로 기대했던 헬릭스미스의 유전자치료제 엔젠시스(Engensis, VM202), 신라젠의 항암제 펙사벡(Pexa-Vec, JX-594), HLB 의 항암제 리보세라닙(Rivoceranib, 아파티닙), 메지온의 폰탄치료제 유데나필(Udenafil, JATA1) 등 다수의 신약 후보물질이 글로벌 3 상에서 1 차 평가지표를 충족하지 못하면서, 임상 성공 확률에 대해서도 시장은 학습하게 되었다.

물론 금리나 타 섹터로의 자금 쏠림과 같은 외부 환경도 제약/바이오 주가에 영향을 미쳤다. 그러나 2026 년 바이오 섹터의 조정은 이러한 외부 요인뿐 아니라, 기술이전과 임상 성공에 대한 시장의 학습 과정이 복합적으로 반영된 결과로 볼 수 있다.

연초 알테오젠의 로열티율 공개를 통해 기술이전에서는 계약 규모보다 계약 조건이 중요하다는 점을 확인했고, 에이비엘바이오가 사노피에 기술이전한 파킨슨병 치료제의 개발 우선순위가 낮아지면서 빅파마의 개발 전략 역시 중요한 변수임을 인식하게 됐다. 또한 코오롱티슈진의 글로벌 3 상 1 차 평가지표 미충족, HLB 의 CRL 수령, 삼천당제약의 계약 논란 등을 거치며 신약 개발과 상업화가 얼마나 어려운 과정인지 시장은 다시 한번 확인했다.

코스닥제약지수와 누적 기술 수출 금액 추이



주: 2026.8.14 일 기준

자료: 에프앤가이드 DataGuide, 키움증권 리서치센터

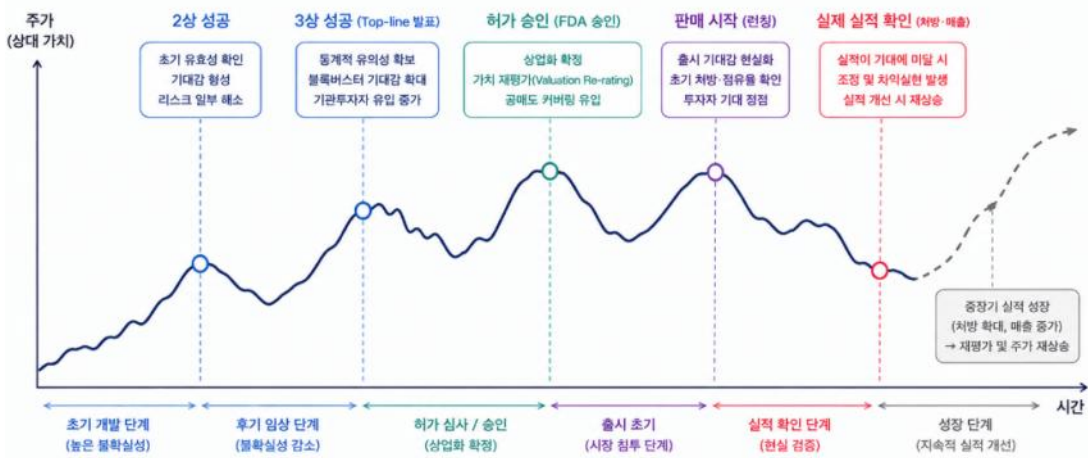
II. Cash Burn to Cash Flow (FCF)

>>> 공매도가 리레이팅으로 변화

차익 실현/공매도 패턴을 꺾을 수 있는 건, 수익화에 대한 신뢰

2000년대 미국 바이오텍은 임상에 성공하고, FDA 승인을 받아 출시를 해도 상업화 성공에 실패하는 사례가 굉장히 많았다. 보험 등재가 안되거나, 처방이 나오지 않고, 경쟁약에 밀리는 경우가 많아 미국 헬스케어 투자 시장에서 **“출시에 공매도한다(Sell the Launch)”**는 말이 당시 흔한 투자 테마였다.

신약 개발 바이오텍의 전형적인 주가 흐름



자료: AI 활용, 키움증권 리서치센터

그러나 2013~2015 년 여러 회사가 동시다발적으로 신약의 상업화에 성공하고 매출 성장을 증명하면서 쌓인 신뢰를 기반으로, 헬스케어 섹터 전체 심리가 우호적으로 변하게 되었다. 2010 년부터 2015 년 7 월까지 나스닥 바이오테크 지수는 394% 급등하였다.

2010 년 이후 미국 바이오 섹터 강세장은 단순히 신약 승인 때문이 아니라, Gilead(Sovaldi), Biogen(Tecfidera), Regeneron(Eylea), Vertex(Kalydeco), Alexion(Soliris), Celgene(Revlimid) 등이 잇달아 글로벌 블록버스터로 상업화에 성공하며 실제 이익과 현금흐름을 창출한 시기와 맞물려 나타났다.

Gilead 는 2013 년 12 월 Sovaldi 가 승인될 즈음 시가총액이 \$60bn 에서 \$120bn 으로 두 배가 되었으며, Biogen 은 Tecfidera, Regeneron 은 Eylea 가 출시 이후 매출이 급증하면서 시가총액이 상승하였다.

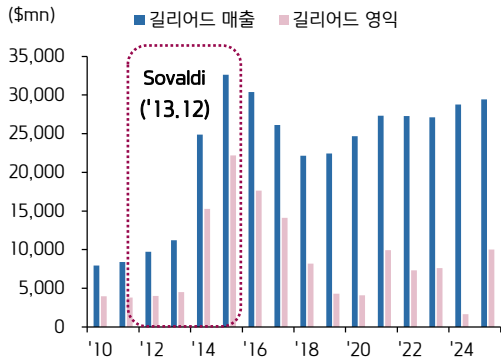
미국 바이오 섹터의 리레이팅은 특정 기업 한 곳의 성공보다, 실제로 돈을 버는 바이오텍이 하나들 늘어나면서 투자자들이 바이오 산업의 수익모델을 신뢰하기 시작할 때 나타났다는 점을 상기할 필요가 있다.

NASDAQ Biotechnology Index 추이



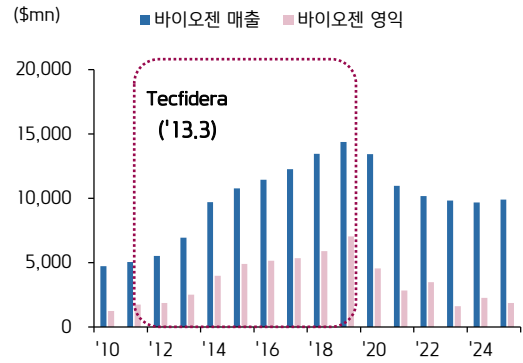
주: NBI 지수 출범한 '93년 11월 1일부터 추이
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Gilead 매출과 영업이익 추이



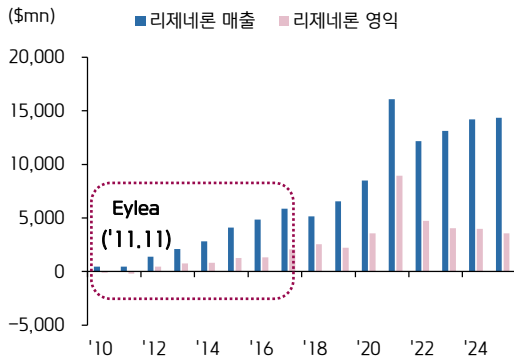
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Biogen 매출과 영업이익 추이



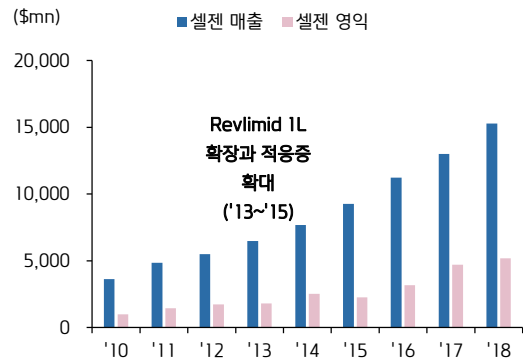
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Regeneron 매출과 영업이익 추이



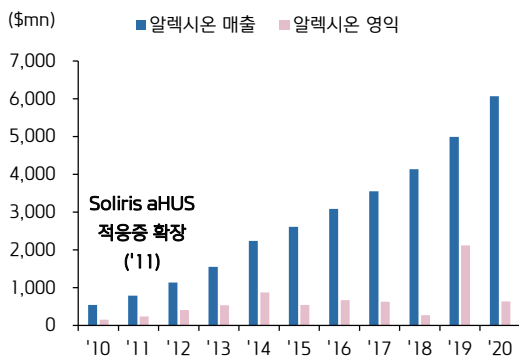
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Celgene 매출과 영업이익 추이



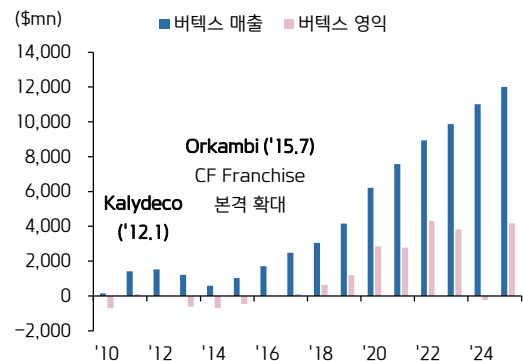
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Alexion 매출과 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Vertex 매출과 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

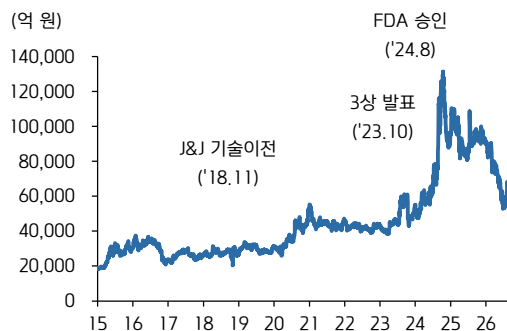
>>> K-BIO, 완성되지 않은 증명

반복되는 이벤트와 반복되는 차익실현

국내 제약 바이오 섹터는 **임상 결과, 기술이전, FDA 허가**와 같은 이벤트를 중심으로 주가가 크게 움직이는 패턴이 반복되고 있다. 기술이전 계약이나 글로벌 임상 성공 소식이 발표되면 기업가치는 빠르게 재평가되지만, 이벤트가 종료된 이후에는 차익실현과 함께 주가가 다시 조정을 받는 경우가 적지 않았다. 시장은 여전히 기대감에는 프리미엄을 부여하지만, 그 기대가 **실제 반복 가능한 현금흐름으로 이어질지에 대해서는 충분한 신뢰를 보내지 않고** 있는 것이다.

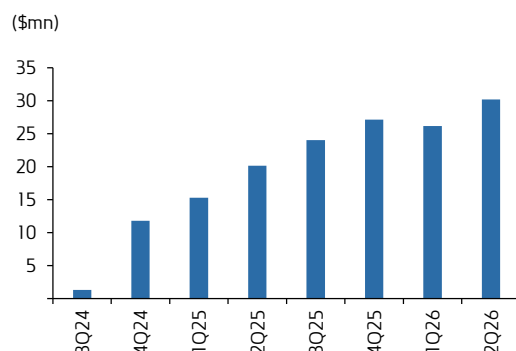
대표적인 사례로 유한양행의 렉라자가 있다. 렉라자는 기술이전 후 글로벌 출시까지 이어지며 국내 기술이전 성공 사례를 만들었지만, 출시 이후 처방이 점진적으로 증가하고 있다. 다만, 시장 기대를 크게 뛰어넘는 상업화 성과가 아직 확인되지 않은 만큼, 주가는 허가과 출시 이후 오히려 모멘텀 소멸로 인식되기도 했다. 최근 한미약품, 오스코텍 등 기술이전에 성공한 기업들도 계약 체결 당시에는 큰 폭의 주가 상승을 기록했지만, 이후 차익실현이 반복되는 흐름을 나타내고 있다.

유한양행 시가총액 추이



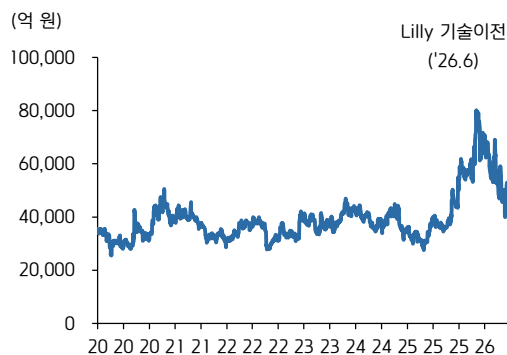
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

J&J/유한양행의 렉라자 미국 처방액 추이



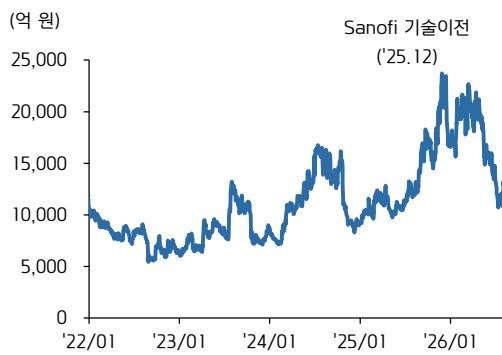
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한미약품 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

오스코텍 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

결국 국내 바이오 투자 역시 미국이 과거 경험했던 것과 마찬가지로 기술이전이나 허가 자체보다, 실제 판매와 로열티 유입, 시장 기대치를 뛰어넘는 현금창출 능력을 증명할 수 있는지가 다음 리레이팅을 결정하는 핵심 변수가 될 것으로 판단한다.

미국 사례를 보면 단순한 신약 승인보다 실제 상업화 이후 시장 기대를 뛰어넘는 매출 성장을 보여주면서 상업화 성공에 대한 신뢰가 형성된 시점부터 기업가치가 한 단계 높아졌다. 바이오텍마다 그 방식은 달랐는데, 플랫폼 기술 기반으로 반복적인 로열티를 창출하거나 공동상업화를 통해 경제적 권리를 확대하고, 직접 판매를 통해 제품가치를 극대화하는 방식 등이 있다. 방법은 달라도 공통점은 Cash Burn에서 Cash Flow로 전환했다는 점이다.

이제 한국도 이러한 변화를 처음 경험하기 시작하고 있다. 직접판매, 로열티 등 각기 다른 방식으로 글로벌 상업화에 진입하는 기업들이 등장하고 있으며, 향후 K-BIO의 리레이팅 역시 단순 기대감이 아니라 실제 상업화 성과가 시장의 기대를 넘어서는 과정에서 시작될 가능성이 높다.

또한, 주가는 현금이 충분히 쌓인 이후에 움직이는 것이 아니라, 매출 성장과 시장 침투 속도를 통해 상업화 성공에 대한 가시성이 높아지는 순간부터 이를 선반영한다. 미국 바이오텍이 그랬듯, K-BIO 역시 상업화의 가시성이 높아지는 시점이 다음 리레이팅의 출발점이 될 것으로 판단한다.

>>> 기술이전 기업에서 로열티 기업으로

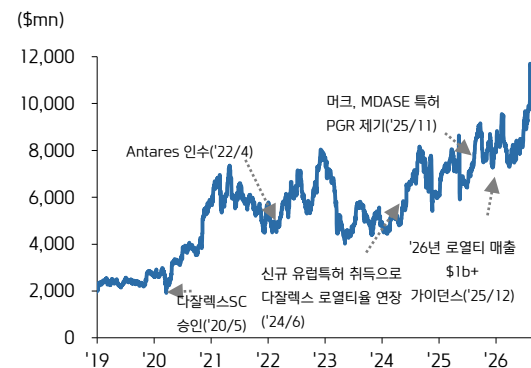
계약 수보다 글로벌 블록버스터 제품 보유 여부가 중요

플랫폼 기업의 가치는 계약 건수보다 플랫폼이 적용된 제품의 최대 매출액(Peak Sales)과 로열티 지속기간에 의해 결정된다. 따라서 **블록버스터 신약을 얼마나 많이 보유하느냐**가 중요한 것이다.

초기 할로자임(Halozyne)의 사업모델은 ENHANZE 를 개발하여 **기술이전을 계속해야 매출이 나오는 구조**였다. 이미 글로벌 블록버스터로 자리잡은 다잘렉스가 ENHANZE 플랫폼을 적용한 피하주사(SC) 제형으로 성공적으로 전환되면서 Halozyne 의 로열티 수익도 빠르게 증가하기 시작했다. 이어서 Argenx 의 자가면역질환 글로벌 블록버스터 신약 Vyvgart Hytrulo 도 시장 안착에 성공하였고, 할로자임의 실적과 현금흐름이 개선되었다.

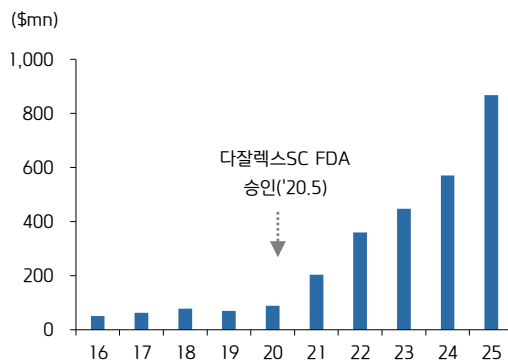
할로자임의 Darzalex SC 는 정맥주사(IV) 대비 투약시간 단축과 환자 편의성 개선으로 SC 제형으로의 전환이 빠르게 이뤄졌다. 2020 년 5 월 미국 FDA 승인을 받았고, 할로자임의 로열티 수익은 2020 년 \$88.6mn 에서 2021 년 \$203.9mn 으로 130% 증가하며, 본격적인 실적 개선이 나타났다. 지난해 다잘렉스의 SC 전환율은 97%를 기록하였다.

Halozyne 시가총액 추이와 주요 이벤트



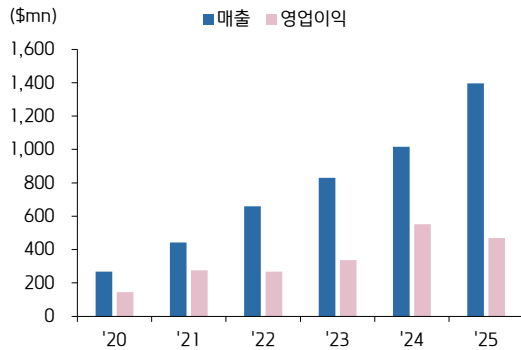
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Halozyne의 연간 로열티 수익 추이



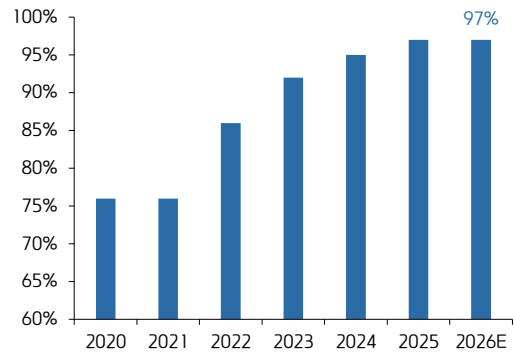
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Halozyyme 매출과 영업이익 연도별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Halozyyme 다잘렉스 SC 전환율 추이



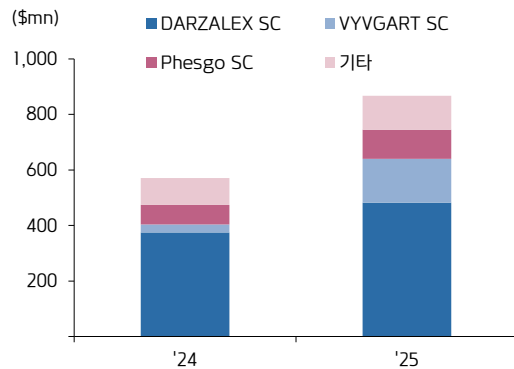
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Halozyyme의 제품별 로열티율

제품명	로열티율	현재 로열티율 유지 기간
Herceptin SC	mid-single digit	~'30년 7월
Mabthera SC		~'30년 9월
Phesgo SC		~'30년 7월
Darzalex SC		미국 ~'27년 / 유럽 ~'29년
HyQvia 10%		~'30년 9월
Tecentriq SC		~'40년
Ocrlizumab SC		~'30년 9월
VYVGART SC		'29년 로열티율 감소 감안 '33년까지 비율 유지

자료: Halozyyme, 키움증권 리서치센터

Halozyyme 로열티 매출 break down 추이



자료: Halozyyme, 키움증권 리서치센터

Halozyyme의 최근 M&A 기업과 금액

사명	일자	총 거래규모 (\$mn)	핵심 자산
Antares Pharma	22/5	960	오토인젝터 플랫폼
Elektrofi	25/11	900	초고농축 제형 플랫폼 Hypercon
Surf Bio	25/12	400	스프레이드라이 방식 초고농축 플랫폼

자료: Halozyyme, 키움증권 리서치센터

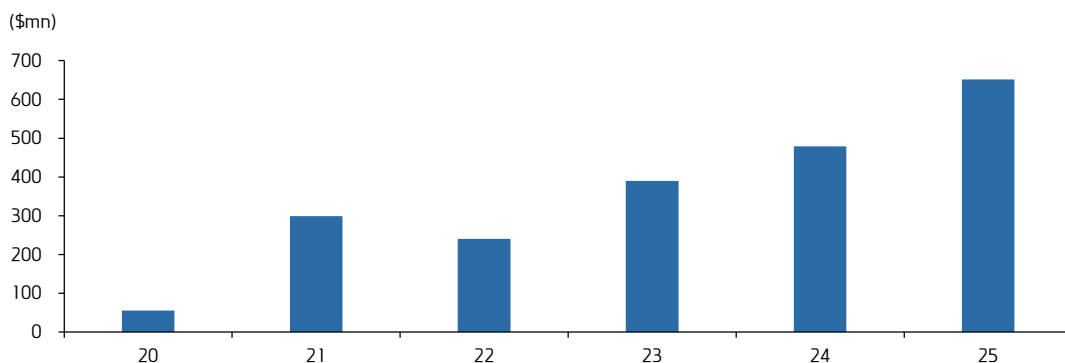
로열티율 자체보다 중요한 것은 적용되는 제품의 매출 규모다. 할로자임의 로열티율은 일반적으로 중간 한 자릿수대로 알려져 있는데 **낮은 로열티율이라 할지라도 글로벌 블록버스터 의약품에 적용된다면**, 막대한 현금을 창출할 수 있다는 것을 보여준 대표적인 사례다. 플랫폼 기업의 로열티 수익은 직접 판매 조직이나 대규모 생산설비가 필요하지 않아 영업레버리지에 매우 높아 매출 증가가 곧바로 영업현금흐름과 잉여현금흐름(FCF) 증가로 이어진다.

할로자임은 실적 개선이 본격화되기 시작하자 현금을 다시 플랫폼에 재투자하고 있다. 다잘렉스로 현금이 쌓이기 시작한 할로자임은 2022 년 Antares Pharma 를 약 \$960mn 에 인수하였는데, Antares 는 자가주사(오토인젝터) 기술을 보유하고 있어 할로자임이 약물전달 플랫폼 기업으로 사업영역을 확대하기 위한 전략적 인수였다. 이후 2025 년 Elektrofi 를 약 \$900mn 에 인수 결정하였는데, ENHANZE 와 결합 가능한 고농도 제형 기술을 확보해 차세대 SC 플랫폼 경쟁력을 강화하기 위한 목적이었다. 2025 년 Hyperconcentration 기술 확보하기 위해 Surf Bio 도 인수하여, 플랫폼을 강화하고 있다.

Halozyyme 사례는 플랫폼 기업의 성공이 기술이전 계약 체결이 아니라, 글로벌 블록버스터 제품의 판매 확대와 반복적인 로열티 유입에서 시작된다는 점을 보여준다. **할로자임의 로열티 매출액은 2020년 \$88mn에서 2025년 \$868mn으로 약 10배 증가**하였다.

Halozyyme 의 성공은 플랫폼 기술을 기반으로 글로벌 블록버스터 제품의 성공에 플랫폼을 연결해 반복 가능한 현금흐름을 만든 데 있다. 국내 플랫폼 기반 바이오텍 역시 글로벌 블록버스터 의약품에 플랫폼을 적용해 성공적인 시장 안착을 이루는 것이 중요하며, **하나의 성공 계약에 그치지 않고 두 번째 · 세 번째 블록버스터로 확장할 수 있는지가 장기적인 기업가치와 현금 창출 능력을 결정하는 핵심 요소**가 될 것으로 판단한다.

Halozyyme의 영업활동으로 인한 현금 추이



주: Halozyyme, 키움증권 리서치센터

국내 기술이전 상용화 대표 제품 키트루다 SC와 렉라자

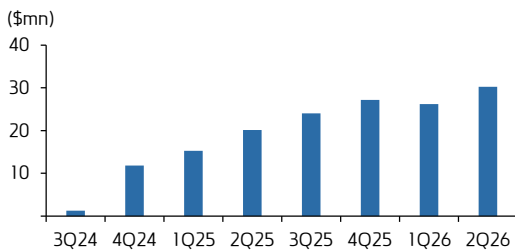
국내에서는 알테오젠과 유한양행/오스코텍이 기술이전한 품목이 글로벌 상업화까지 이어진 대표적인 사례다. 알테오젠은 2020년 6월 MSD와 ALT-B4 플랫폼 기술이전 계약을 체결한 이후, 2024년 2월 키트루다 제품군에 대해 독점적 사용권을 부여하면서 로열티를 확보하는 변경계약을 체결했다. 마침내 ALT-B4가 적용된 피하주사 제형 Keytruda Qlex는 2025년 9월 미국 FDA 승인을 획득하고 같은 달 미국 판매를 시작했다. 키트루다가 2025년 약 \$31.7bn(약 45조원)의 매출을 기록한 글로벌 최대 블록버스터라는 점에서, SC 제형 전환에 따라 알테오젠의 마일스톤 및 로열티 수익도 본격화될 것으로 전망된다.

특히, 지난 2026년 4월 J-Code*를 받은 뒤, 2026년 1분기 1.6%였던 Keytruda Qlex 매출액 비중은 2분기 5.5%까지 상승하였다. Keytruda Qlex의 2분기 매출액은 \$463mn으로 전분기 대비 262% 증가하였다. MSD는 향후 12~18개월 내에 SC 전환율을 30~40% 수준까지 높아질 수 있다고 언급한 바 있다.

*J-코드(J-code)는 미국 의료보험(메디케어 및 민간 보험) 체계에서 병원이나 의사가 환자에게 투여한 주사제 약값과 비용을 청구하고 상환받기 위해 사용하는 표준 고유 식별 코드.

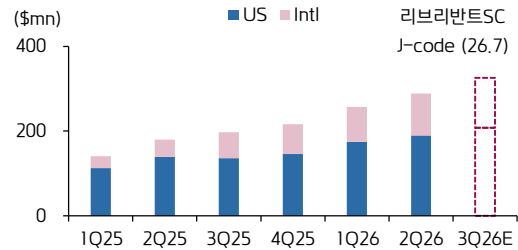
유한양행/오스코텍은 2018년 11월 Janssen에 레이저티닙의 한국을 제외한 글로벌 권리를 기술이전했다. 이후 Janssen이 아미반타말과의 병용요법으로 글로벌 3상을 진행했고, 2024년 8월 미국 FDA로부터 1차 EGFR 변이 비소세포폐암 치료제로 Lazcluze 승인을 획득하며 기술이전 약 6년 만에 글로벌 상업화에 성공했다. 유한양행은 상업화에 따른 판매 로열티를 수취하는 구조로, 국내 신약 후보물질이 기술이전 이후 글로벌 허가·판매와 반복적인 로열티 수익으로 연결된 대표적인 사례가 되었다.

J&J/유한양행의 렉라자 미국 처방액 추이



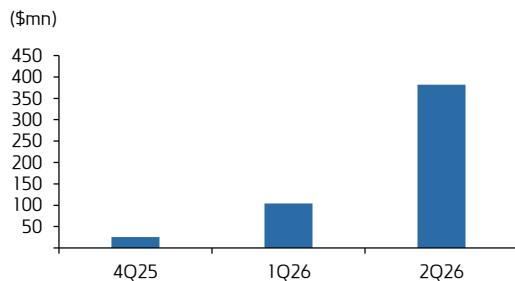
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

렉라자+리브리반트 매출 추이



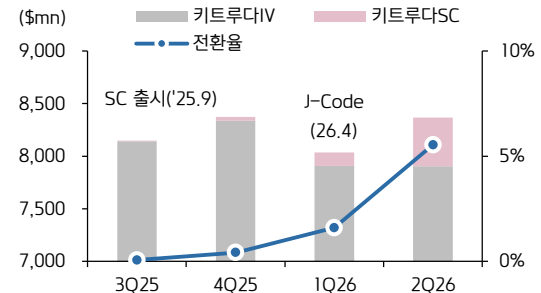
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSD/알테오젠 키트루다 SC 미국 처방액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키트루다 SC 매출 추이와 비중



자료: MSD, 키움증권 리서치센터

두 제품은 아직 상업화 초기로 본격적인 로열티 유입 금액이 시장을 놀라게 할 수준은 아니다. 알테오젠의 경우, Keytruda Qlex의 판매 마일스톤(\$1bn) 달성이 선행된 이후 로열티(순매출 대비 2%) 단계로 전환되는 구조이며, 현재 매출 성장 속도를 고려하면 2029년 전후부터 본격적인 로열티 유입이 가능할 것으로 예상된다.

유한양행/오스코텍의 렉라자는 매출 구간에 따라 로열티율이 단계적으로 상승하는 구조로 추정되며, 상업화 초기 매출이 적은 구간에는 두 자릿수 초반에서 시작해 매출이 본격화되는 구간에서는 두 자릿수 중반대까지 오를 것으로 추정된다. 병용약물인 **리브리반트 SC 제형(Rybrevent Faspro)의 보험 청구 환경 개선과 월 1회 투여 옵션은 향후 처방 확대에 긍정적으로 작용**할 수 있다.

올해 하반기~2027년에도 침투율 상승이 제한적일 경우 단순한 출시 초기의 램프업 문제를 넘어, 의사들이 전체생존(OS) 개선 효과보다 타그리소의 투여 편의성·안전성·축적된 사용 경험을 상대적으로 높게 평가하는지 여부를 점검할 필요가 있다. Keytruda Qlex는 2026년 2분기 매출 \$463mn을 기록했고 J-code 적용 이후 채택이 증가하고 있어 상업화 초기 지표는 점차 확인되고 있다.

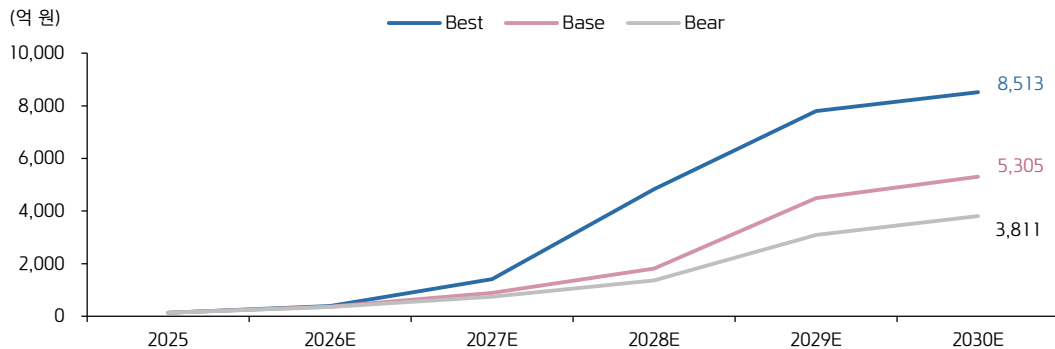
결국 국내 상업화 신약의 다음 가치 재평가는 로열티 금액이 충분히 커진 이후가 아니라, 향후 반복적인 현금흐름이 만들어질 것이라는 가시성이 높아지는 시점부터 시작될 가능성이 높다. 미국 바이오텍 역시 실제 이익이 정점에 도달한 이후가 아니라 상업화 성공 가능성을 시장이 확신하기 시작하면서 주가가 선행했다. **Keytruda Qlex의 SC 전환과 Rybrevent/Lazcluze의 처방 확대가 향후 1~2년간 예상보다 빠르게 진행된다면**, K-BIO 역시 본격적인 로열티 수익이 발생하기에 앞서 가치 재평가가 나타날 수 있을 것으로 판단한다.

기술이전 이후 실제 상업화에 성공해 국내로 유입되는 로열티 규모는 아직 초기 단계다. 당사 추정 기준 **2025 년 국내 주요 기술이전 품목의 로열티 유입액은 약 140 억원대에 그쳤고, 2026 년에도 300~400 억원 수준에 머물 것으로 예상**한다. 다만 2027 년부터는 Lazcluze 의 시장 침투 속도에 따라 연간 로열티 규모가 약 700 억원에서 1,400 억원 수준까지 확대될 수 있으며, Keytruda Qlex 의 판매 마일스톤 달성과 이후 로열티 전환이 가시화되는 2029 년 전후에는 국내 기술이전 품목에서 발생하는 연간 현금 유입액이 수천억원대로 빠르게 확대될 가능성이 있다.

2026 년 하반기부터 2027 년은 Keytruda Qlex 의 SC 전환 속도와 Rybrevant/Lazcluze 의 처방 확대를 통해 상업화 품목의 상업화 성과가 본격적으로 검증되는 구간이다. 예상보다 빠른 시장 침투가 확인된다면 K-BIO 의 기술이전 모델에 대한 신뢰 역시 높아질 수 있으며, 이는 아직 상업화 이전 단계에 있는 후기 파이프라인들의 미래 현금흐름에 대한 할인율을 낮추는 계기가 될 수 있다.

따라서 **향후 1 년은 단순히 Keytruda Qlex 와 Lazcluze 의 판매 성과를 확인하는 시기를 넘어, K-BIO 가 기술이전 중심 산업에서 반복적인 현금흐름을 창출하는 산업으로 전환할 수 있는지를 확인**하는 첫 번째 시험대가 될 것으로 판단한다. 1 세대 상업화 품목(키트루다 SC, 렉라자)의 성공이 확인될수록, 시장의 관심은 자연스럽게 그 뒤를 이을 2 세대 로열티 후보군으로 이동할 가능성이 높다.

기술 이전하여, 상용화된 품목의 시나리오별 추정 로열티 유입



주: 유한양행 로열티는 상업화 초반 10%부터 시작하여 15%까지 점진적 증가로 추정하였으며 오스코텍과 이익배분전 로열티 금액임. 로열티 개시 시점 및 로열티율은 당사 추정. Best 시나리오는 타그리스 출시 초기 처방 환자 수의 Target 21%부터 최대 50%까지 침투 가정. Base 시나리오는 21%에서 30%까지 침투 가정. Bear는 초기 21%가 지속 유지된다는 가정. Net sales는 매출액의 85%로 가정. 알테오젠 Best 시나리오는 2028년 로열티 유입. SC 전환을 2030년까지 60% 가정. Base 시나리오는 2029년 로열티 유입으로 전환율 40%까지 가정. Bear는 2029년 로열티 유입, 2030년 전환율 30% 가정. 환율 1,400원 가정.

자료: 키움증권 리서치센터

1세대 상업화 제품(키트루다 SC, 렉라자)에 이어 대기 중인 제품들

키트루다 SC 와 렉라자 상업화에 이어, 향후 3~5 년 내 두 번째 로열티 기업군이 등장할 가능성도 높아지고 있다. 이미 후기 임상이나 허가 목적 임상에 진입한 기술이전 품목들이 다수 있기 때문이다.

에이비엘바이오가 Compass Therapeutics 에 기술이전한 담도암 치료제 토베시미그(tovecimig, ABL001)는 글로벌 2/3 상에서 1 차 평가지표(객관적 반응률, ORR)를 충족했으며, Compass 는 해당 데이터를 기반으로 미국 품목허가 신청(BLA)을 추진하고 있다. 다만 2 차 평가지표인 전체생존기간(OS)은 대조군 환자 상당수(54%, 31 명)가 질병 진행 이후 토베시미그를 투여받는 교차투여(crossover)의 영향으로 통계적 유의성을 확보하지 못했다. 이에 따라 FDA 가 이러한 임상 설계의 영향을 감안해 현재 데이터를 허가 근거로 인정할지가 향후 핵심 변수가 될 전망이다. 이번 2Q26 실적발표 컨퍼런스 콜에서 Compass 는 올해 여름 FDA 와 Pre-BLA 미팅을 진행한 뒤, 논의가 긍정적으로 진행될 경우 연말 품목허가를 신청할 계획이라고 밝혔다.

아리바이오의 경구 알츠하이머 치료제 AR1001 은 글로벌 3 상 POLARIS-AD 의 52 주 치료를 완료했으며, 2026 년 11 월 CTAD 에서 톱라인 결과를 발표할 예정이다. Fosun Pharma 는 2026 년 5 월 AR1001 의 글로벌 권리를 확보할 수 있는 옵션 계약을 체결했으며, 임상 성공과 옵션 행사 이후 글로벌 허가·판매로 이어질 경우 추가 계약금과 허가·판매 마일스톤이 유입될 수 있는 구조다. 다만 알츠하이머 신약은 그간 국내외에서 3 상 실패가 반복된 영역인 만큼, 톱라인 결과 자체가 가장 큰 변곡점이 될 수 있다.

글로벌 3 상 단계에서는 애플론의 HLX22 와 인제니아테라퓨틱스의 MK-8748 가 있다. 애플론이 Henlius 에 기술이전한 HER2 항체 HLX22 는 HER2 양성 위암 1 차 치료에서 글로벌 3 상이 진행 중이며, ClinicalTrials.gov 기준 1 차 종료 예상 시점은 2027 년 6 월, 전체 임상 종료는 2028 년 9 월이다. 헨리우스 측은 HLX22(AC101)의 3 상 톱라인 결과를 2027 년 상반기에 공개할 예정이라고 밝혔다. 이에 따라 임상 성공 시 2028~2029 년 전후 상업화가 가능할 것으로 예상된다.

인제니아의 망막질환 치료제 MK-8748 은 EyeBio 를 거쳐 현재 MSD 가 개발하고 있으며, 2026 년부터 wet AMD 대상 pivotal 2b/3 상 2 건이 시작됐다. 현재 등록된 후기 임상의 종료 시점이 2028 년경으로 예정돼 있는 점을 감안하면, 임상 성공시 2029 년 허가 신청, 2030 년 전후 상업화가 통상적인 개발 일정상 가능한 시나리오다.

한울바이오파마 역시 차세대 로열티 후보로 볼 수 있다. Immunovant 는 1 세대 FcRn 항체 batoclimab 개발을 중단하고 IMVT-1402(imeroprubart)에 집중하고 있으며, 그레이브스병(Graves' disease)와 중증근무력증(Myasthenia Gravis, MG)에서 모두 잠재적 허가목적 임상을 진행 중이다. 두 적응증 모두 2027 년 톱라인 발표가 예정돼 있어 성공할 경우 이후 허가 절차에 진입할 수 있다. 상업화 이후 한울은 매출에 연동된 단계별 로열티를 수취하는 구조다.

리가켄바이오도 Fosun Pharma 에 기술이전한 HER2 ADC 인 LCB14(FS-1502)를 중국에서 2·3 상을 진행하고 있어 이르면 2027 년 중국 내 첫 상업화가 예상된다. 다만 이는 중국 권리에 한정된 계약으로, 글로벌 권리를 보유한 익수다 테라퓨틱스의 별도 파이프라인은 아직 임상 1 상 단계에 머물러 있어 로열티 본격화까지는 시차가 있다.

다수의 국내 바이오텍들이 향후 **1~3 년 내 임상 성공이 실제 허가와 상업화, 나아가 반복적인 로열티 수익으로 이어질 수 있는지를 검증하는 중요한 변곡점**을 앞두고 있다. 먼저 상업화에 진입한 Keytruda Qlex 와 Lazcluze 가 시장 기대를 뛰어넘는 판매 성장을 보여주고, 로열티가 의미 있는 실적으로 연결된다면 K-BIO 의 수익화 모델에 대한 시장의 신뢰도 역시 높아질 수 있다.

이러한 신뢰가 형성된다면 후속 파이프라인에 대한 평가도 달라질 가능성이 있다. 주가는 실제 로열티가 발생한 이후가 아니라 상업화 성공 가능성이 높아지는 3 상 결과와 허가 신청 단계부터 미래 현금흐름을 선반영하기 때문이다. **과거 미국 바이오텍이 다수의 상업화 성공을 경험하면서 개별 기업을 넘어 섹터 전반의 투자심리가 개선됐던 것처럼**, 국내에서도 성공 사례가 축적된다면 기술이전이나 임상 결과가 단발성 모멘텀에 그치지 않고 장기적인 기업가치 재평가로 이어질 수 있다.

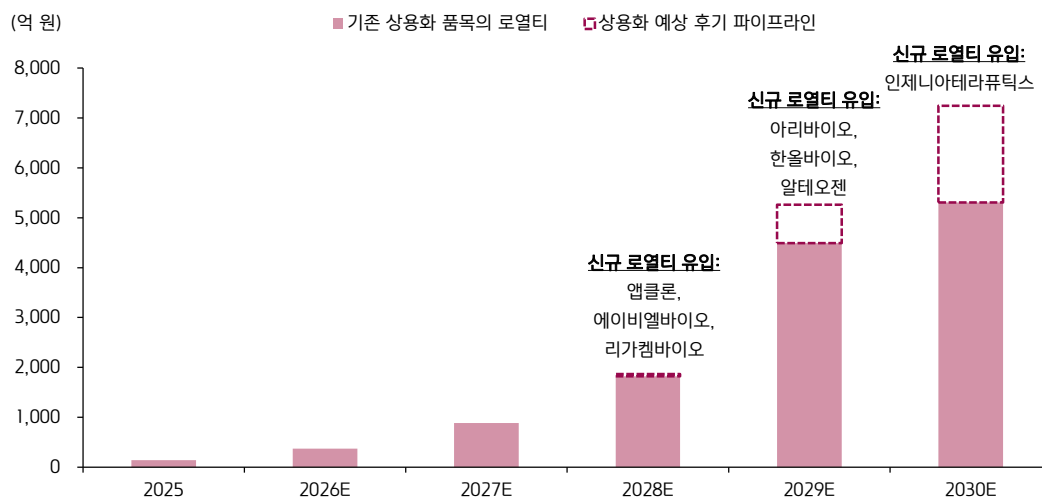
다만, 모든 파이프라인이 성공한다면 더할 나위 없이 좋겠지만, **탑라인 결과에 따라 옥석이 가려지는 선별적인 주가 흐름**이 나타날 가능성도 있다. **올해 하반기에는 에이비엘바이오의 BLA 추진과 아리바이오의 3 상 탑라인, 2027 년에는 한올바이오파마의 그레이브스병 및 MG 탑라인과 애플론 HLX22 의 결과** 등 굵직한 변곡점이 연이어 예정돼 있다. 향후 1~2 년이 두 번째 로열티 기업군의 윤곽이 드러나는 첫 시험대가 될 것으로 판단한다.

기술 이전한 후기 단계 파이프라인 현황

국내사	품목	파트너사/권리	판매 로열티	현재 임상 단계	상업화(E)
에이비엘바이오	Tovecimig (ABL001/CTX-009)	Compass Tx / 한국·중국 제외 글로벌	한 자리수	담도암 2/3 상 완료, BLA 추진	2027~28E
리가켄바이오	LCB14 / FS-1502 (HER2 ADC)	Fosun / 대중국	비공개	중국 2·3 상 중	2027~28E
한올바이오	IMVT-1402 (imeroprubart)	Immunovant / 북미·유럽 등	중간 한자리~중간 두자리	GD 잠재 허가목적 임상, MG 3 상; 2027 탑라인	2028~30E
아리바이오	AR1001	Fosun Pharma / 한국·중동·중남미 제외 글로벌 옵션	최대 20%	글로벌 3 상 완료, 2026.11 CTAD 탑라인 예정	2028~29E
애플론	HLX22 (AC101)	Henlius / 글로벌	5% (이 중 35%는 Alligator 귀속)	글로벌 위암 2/3 상 1L 진행	2028~29E
알테오젠	듀파젠트 SC	사노피 / 글로벌	마일스톤 기반	글로벌 1 상 9 월 종료 및 '26 년 3 상 진입 예정, 고농도 SC	2029~30E
알테오젠	엔허투 SC	다이하이지산교 / 글로벌	비공개	글로벌 1 상 중	2029~30E
인제니아 Tx	MK-8748 (IGT-427)	MSD	비공개	wet AMD 2b/3 상 2 건 진행	2029~30E

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

성공 가정한 로열티 수입 추정



주: 기존 상용화 품목의 로열티 금액은 기술 이전하여, 상용화된 품목(렉라자, 키트루다SC)의 시나리오별 추정 로열티 수입 금액의 Base 시나리오를 적용.

후기 파이프라인(Tovecimig, LCB14, IMVT-1402, AR1001, HLX22, MK-8748, 엔허투SC)은 임상 성공하고 승인 출시를 가정.

애플론 로열티 3.5% '28년 중국 위임 승인, 글로벌 '29년 승인 가정.

한올은 '29년 GD, '30년 MG 승인 가정.

인제니아 로열티 첫 해 보수적으로 2%로 가정.

리가캠바이오 로열티 5% 가정. 아리바이오 '28년말 승인~'29년초 출시, 첫 해 로열티 보수적으로 10% 가정.

알테오젠의 엔허투SC는 '29년 전환율 5%, '30년 10%, 로열티 5%, Net sales는 매출액의 85%로 가정

알테오젠의 듀피젠트SC는 마일스톤 기반으로 로열티 추정치에서 제외. 환율 1400원 가정.

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 로열티를 넘어 이익배분으로

공동 상업화, 달라지는 경제적 권리

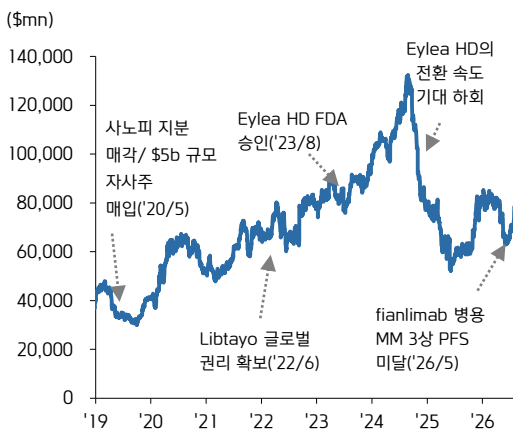
대부분의 바이오텍은 기술이전 이후 계약금과 로열티를 수취하는 구조를 택한다. 그러나 공동상업화를 통해 이익배분(Profit Share) 계약을 체결하게 되면 제품이 성공할수록 확보하는 경제적 권리가 크게 달라진다. Regeneron 은 오랜 기간 연구개발비를 소진하던 바이오텍이었지만, 단순 라이선스아웃이 아닌 공동개발·공동상업화 전략을 통해 상업화 이후의 경제적 권리를 확보하며 글로벌 바이오파마로 성장했다.

2011 년 출시된 Eylea 는 미국에서 직접 판매해 제품 매출을 온전히 확보하고, 미국 외 지역에서는 Bayer 의 판매망을 활용하는 대신 판매이익을 공유했다. 2025 년에만 리제너론이 Bayer 로부터 받은 이익배분 금액은 \$1.3bn 으로 일반 로열티보다 훨씬 큰 구조이다.

이후 Regeneron 이 개발한 Dupixent 는 Sanofi 와 2007 년 항체 발굴·개발·상업화를 위해 글로벌 협력을 체결하여 Sanofi 가 초기 개발비를 선부담하고 제품 성공 후 Regeneron 이 이익배분금 일부로 개발비를 상환하기로 하였다. Regeneron 은 자체 항체 플랫폼(VelocImmune)을 통해 Dupixent 를 발굴했고, Sanofi 는 글로벌 개발 및 상업화 역량을 제공하는 형태였다.

Dupixent 는 Sanofi 가 글로벌 판매를 주도하되 미국에서는 이익을 절반씩 배분하고, 미국 외에서도 Regeneron 이 매출 규모에 따라 35~45%의 이익을 가져가는 구조다. Dupixent 의 성장에 따라 Regeneron 이 인식한 Sanofi 협업이익은 2021 년 약 \$1.4bn 에서 2023 년 \$3.1bn, 2025 년에는 \$5.2bn 으로 확대됐다.

Regeneron 시가총액 추이와 주요 이벤트



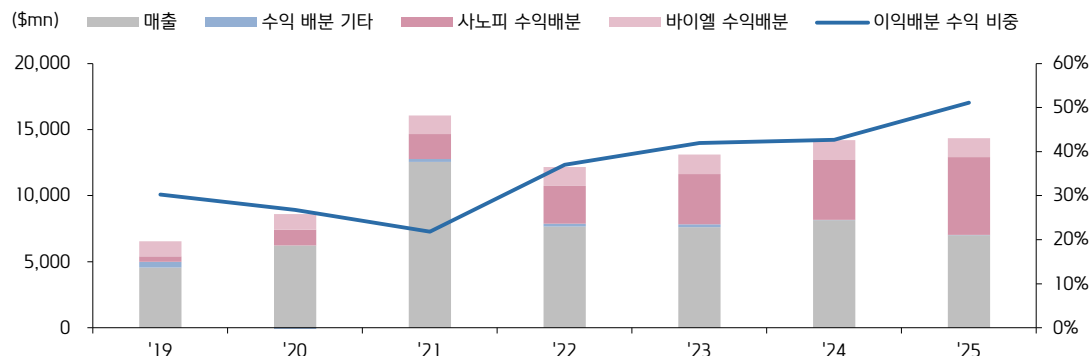
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Regeneron 제품별 이익배분

제품명	파트너사	이익 배분 방식
Dupixent, Kevzara	사노피	미국 : 50% 미국 외 : 35~45%
EYLEA/EYLEA HD	바이엘	미국 : 직접 미국 외 : 50%
Ronapreve	로슈	미국 : Regeneron 판매 미국 외: Roche 판매, 글로벌 총이익 배분

자료: Regeneron, 키움증권 리서치센터

Regeneron 제품별 이익배분



주: Regeneron, 키움증권 리서치센터

이익배분 구조는 일반적인 기술이전보다 바이오텍이 개발비와 상업화 비용을 부담하거나 관련 리스크를 공유해야 하는 경우가 많아, 대부분의 바이오텍은 로열티 계약을 선택하게 된다. Regeneron 사례는 바이오텍이 개발 역량과 자금력이 축적될수록 단순 로열티보다 더 높은 경제적 권리를 확보할 수 있음을 보여준다. 물론 **이익배분은 개발비와 상업화 비용도 함께 부담해야 하는 만큼 모든 기업에 적용 가능한 전략은 아니다.** 다만 후기 임상 단계까지 개발 역량과 자금력을 확보한 기업이라면 기술이전 계약에서도 공동개발 및 이익배분이라는 새로운 옵션을 고려할 수 있다.

국내 바이오텍은 그동안 기술이전을 통해 개발 리스크를 이전하고 로열티를 확보하는 전략을 주로 선택해왔다. 그러나 후기 임상까지 개발할 수 있는 자금과 역량을 확보한다면, 향후에는 공동개발과 이익배분을 통해 제품의 경제적 권리를 확대하는 방향으로 계약 구조도 진화할 수 있다. **최근 정부가 국민성장펀드와 후기 임상 지원을 확대하는 것도 이러한 협상력을 높이는 기반이 될 수 있어 후기 임상 지원 확대를 기대해본다.**

정부 제약 바이오 정책펀드 현황

펀드명	조성연월	규모(억원)	주관운용사
K-바이오/백신 1호	'23.11	1,500	유안타인베스트먼트
2호	'24.6	1,566	프리미어파트너스
3호	'25.9	830	데일리파트너스/NH 투자증권
4호	'25.4	800	솔리더스인베스트먼트/IBK캐피탈
5호	'26.2	500	씨케이디창업투자/메디톡스벤처투자
6호	'26.3	600	키움인베스트먼트/DS투자파트너스
7호	'26.6	2,000	프리미어파트너스
임상 3상 특화 펀드	'26.7	1,700	한국투자파트너스

주: 우선 결성액과 목표 결성액 포함
자료: 더바이오, 키움증권 리서치센터

임상 3상 특화펀드 주요 출자 조건

임상 3상 특화 펀드 주요 출자 조건
- 주목적 투자조건: 제약/바이오 분야 3상 추진 기업에 약정 총액의 60% 이상 투자
- 펀드 규모: 최대 1,700억원~2,000억원 규모 예정(복지부 및 국책은행에서 900억 원 공공출자)
- 투자 기업 숫자: 10개 안팎
- 우선 결성: 목표 결성액의 80% 이상 조성 시 허용
- 결성기한: 3+3개월(최초 3개월 부여하되, 부득이한 경우 3개월 연장 가능)
- 4분기 중 펀드 결성 완료 후 연내 첫 투자 계획 중

자료: 보건복지부, 이데일리, 키움증권 리서치센터

국민성장펀드 바이오 지원 현황

(단위: 억원)

사명	일자	지원 규모	지원 방식	지원 목적
비티젠	26/5/6	850	장기·저리대출	DS 원료의약품·DP 완제의약품 생산시설 증설
SK바이오사이언스	26/5/29	3,000	장기·저리대출	글로벌 임상 3상, 상업화 준비, 안동공장 증설
리가켄바이오	26/6/26	5,000	직접 지분투자	ADC 후기 임상, 신규 후보물질 발굴
합계		8,850		

주: 국민성장펀드 바이오/백신 배정액은 총 11.6조원
 자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

>>> 상업화 성공에 필요한 타이밍과 차별화

Argenx와 Madrigal이 보여준 변화

대부분의 바이오텍은 임상 개발 단계에서 빅파마에 기술이전하는 전략을 택한다. 반면 **Argenx 는 핵심 시장에서 직접 판매를 선택하며 상업화에 도전했다.** Argenx 가 직접판매를 선택할 수 있었던 배경에는 희귀질환 시장이라는 특성이 있었다. gMG(전신 중증근무력증)와 CIDP(만성 염증성 탈수초성 다발신경병증)는 환자 수가 제한적이고 처방하는 신경과 전문의도 많지 않아, 대형 제약사처럼 수천 명의 영업조직이 아닌 약 100 명 수준의 전문 영업조직으로도 미국 시장을 충분히 커버할 수 있었다.

Argenx 의 Vyvgart 는 2021 년 12 월 gMG 로 승인을 받았다. 미국 환자는 약 10 만 명 내외로 추정되며, 치료를 담당하는 신경과 전문의가 제한적이어서 수천 명의 영업사원이 필요하지 않다. 더구나 Vyvgart 는 최초의 FcRn 억제제로 빠른 효과와 양호한 안전성을 입증하며 출시 초기부터 빠르게 시장에 침투했다. 2024년에는 CIDP 로 적응증이 확대됐으며, 현재 ITP(면역성 혈소판감소증), Ocular MG(안구형 중증근무력증) 등으로 추가 적응증 확장을 추진하고 있다. 하나의 제품으로 면역질환 프랜차이즈를 구축하며 **희귀질환에서 시작해, 적응증을 확장하는 방식으로 상업화 레버리지(Commercial Leverage)를 극대화한 것이다.**

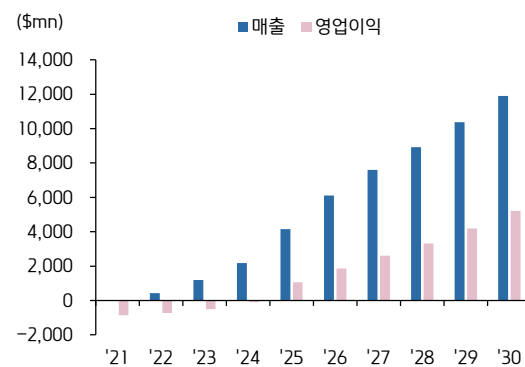
Argenx 의 매출은 Vyvgart 출시 전인 2020 년 매출액은 \$41mn 에서 2022 년 \$445mn 으로 급증하였으며 2025년에는 \$4.2bn 으로 CAGR 152%의 고성장을 이어가고 있다. 실적이 점차 개선되면서 2025 년 첫 **영업이익 흑자 \$1bn** 을 기록하였다. **제품 상업화 후 약 3~4 년만에 돈 버는 바이오텍(Commercial Biotech)이 된 것이다.**

Argenx 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

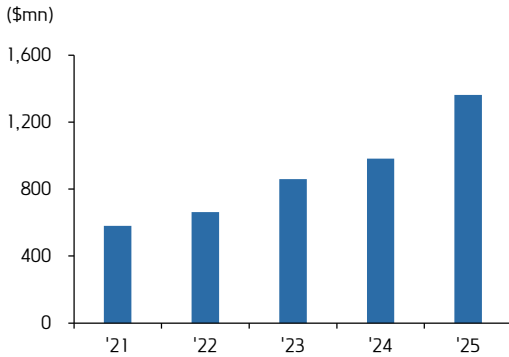
Vyvgart 매출액과 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

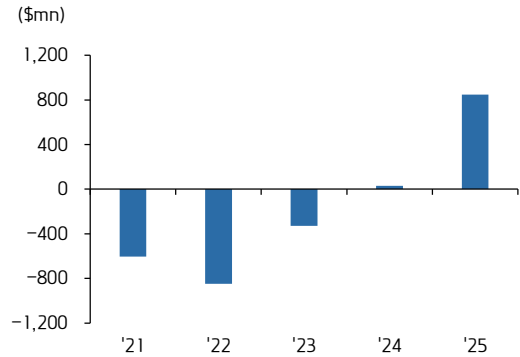
Argenx 의 성공은 희귀질환이라는 시장 특성, First-in-Class 기전, 적응증 확장 전략이 맞물리며 하나의 제품으로 상업화 레버리지를 극대화했다는 점이 핵심이다. 이후 창출된 현금은 M&A 보다 자체 연구개발에 재투자하며 차세대 파이프라인 확보에 활용되고 있다.

Argenx의 R&D 비용 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Argenx의 영업활동으로 인한 현금 추이

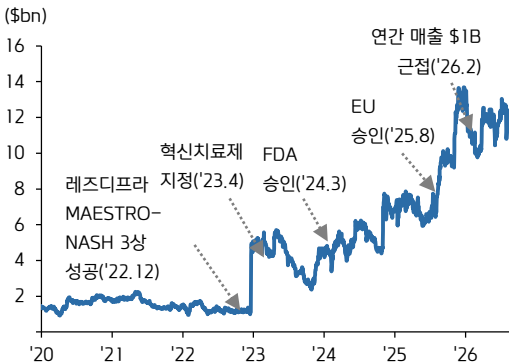


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Argenx 가 희귀질환, First-in-Class, 적응증 확장 등을 통해 차별화 전략에서 성공했다면, **Madrigal 은 출시 타이밍의 중요성을 보여준** 사례다. Rezdiffra 는 2024 년 3 월 미국 FDA 로부터 MASH(Metabolic Dysfunction-Associated Steatohepatitis) 치료제로 최초 승인을 받은 약물이다. 그동안 MASH 는 수많은 후보물질이 임상에 실패하며 미충족 수요가 매우 큰 시장으로 남아 있었으나, Rezdiffra 가 최초로 허가를 획득하며 시장을 선점할 수 있었다.

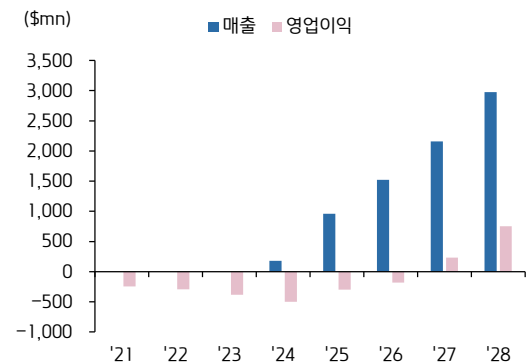
경쟁약이 부재한 상황에서 보험 접근성이 빠르게 확대되고 처방이 증가하며 출시 첫해인 2024 년 매출액은 약 \$180mn 을 기록했고, 2025 년에는 약 \$958mn 으로 급증하였다. 시장 개화 초기(First-in-Market)를 선점한 것이 빠른 매출 성장으로 이어진 것이다. 대규모 시장에서는 차별화된 **임상 결과뿐 아니라 경쟁약보다 먼저 시장에 진입하는 타이밍이 기업가치와 상업화 성과를 결정하는 핵심 요인**이 될 수 있음을 시사한다.

Madrigal의 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Madrigal 매출액과 영업이익 추이 및 전망

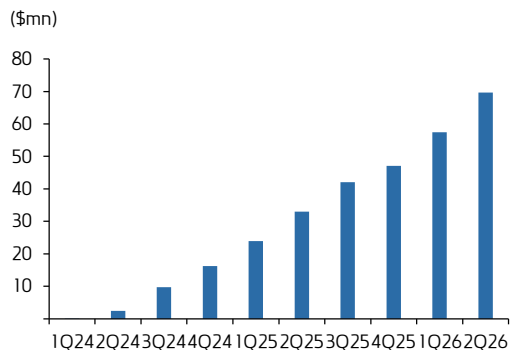


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

K-BIO 직접판매, 기대치를 뛰어넘는 성과 필요

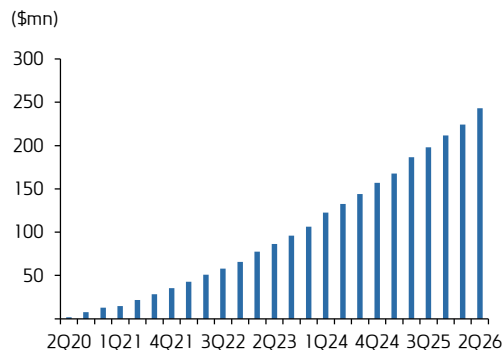
K-BIO의 대표적인 글로벌 직접판매 사례로는 SK바이오팜의 뇌전증 신약 Xcopri, 셀트리온의 자가면역질환 치료제 Zymfentra, GC녹십자의 면역글로불린 Alyglo가 있다. 이들 직접판매 제품의 합산 매출액은 2020년 127억원에서 2025년 8,857억원으로 급증했으며, 당사는 2026년 1조3,484억원(+52% YoY), 2030년 약 2조7,700억원까지 성장할 것으로 전망한다. K-BIO 역시 글로벌 시장에서 직접 제품을 판매하고 매출을 창출하는 단계에는 이미 진입한 셈이다.

셀트리온 짐펜트라 미국 처방액 추이



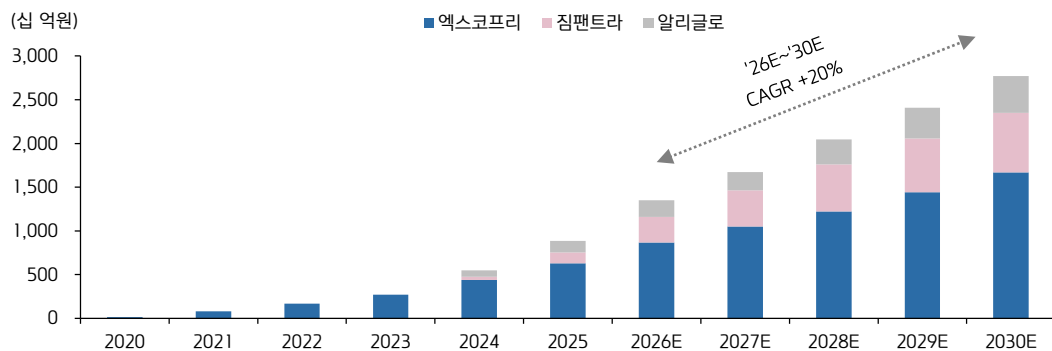
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SK바이오팜 엑스코프리 미국 처방액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

직접판매 신약의 매출 추이 및 전망



주: 바이오시밀러 제외한 신약 승인 기준
자료: 키움증권 리서치센터

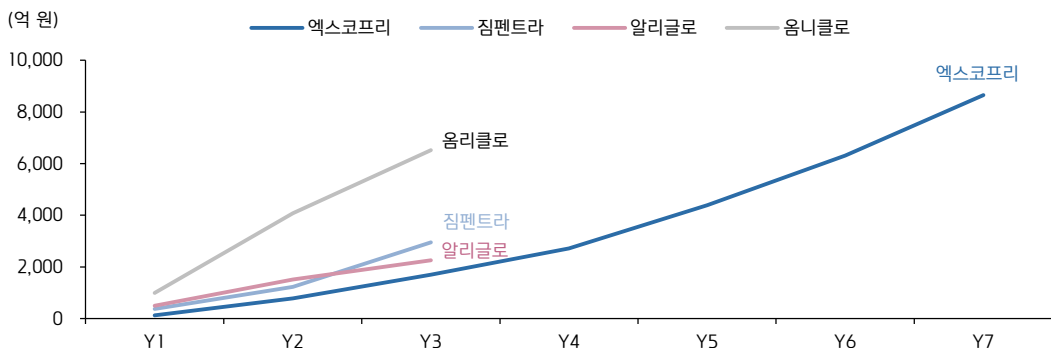
그럼에도 불구하고 이들 기업의 기업가치가 Argenx나 Madrigal처럼 지속적으로 재평가되지 못한 이유는 직접판매 자체가 리레이팅의 조건은 아니기 때문이다. 중요한 것은 직접판매 여부보다 출시 이후 시장의 기대를 뛰어넘는 매출 성장과 이익 레버리지를 보여주고, 매출 기대치가 지속적으로 상향되는지 여부다.

Argenx는 VYVGART 출시 이후 매출이 2023년 \$1.2bn에서 2025년 \$4.2bn으로 불과 2년 만에 3배 이상 증가했고, 2024~25년 대부분의 분기에서 기대치를 상회하였다. 여기에 gMG에서의 빠른 시장 침투에 그치지 않고 CIDP로 적응증을 확장하고 투여 편의성을 개선하면서 하나의 신약이 하나의 적응증이 아니라 장기간 성장할 수 있는 면역질환 프랜차이즈로 재평가됐다. 결국 실제 매출이 시장 기대치를 반복적으로 상회하면서 장기 매출 잠재력에 대한 시장의 눈높이도 지속적으로 높아질 수 있었다.

반면 국내 직접판매 신약은 아직 이러한 ‘기대치 상향의 선순환’을 충분히 만들어내지 못했다. Xcopri는 국내 개발 신약 가운데 가장 성공적인 미국 직접판매 사례로 자리 잡았지만, 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록하고 있다. Zymfentra는 미국 시장 침투 과정에서 초기 시장 기대보다 처방 확대에 시간이 필요했다. Alyglo 역시 미국 시장에서 기대치에 부합하는 성장을 하고 있다. 따라서 대체로 매출 성장 자체는 양호했지만 시장이 기존에 반영했던 장기 성장 기대치를 크게 넘어서는 새로운 기대를 만들어내지는 못했다.

신약은 아니지만 셀트리온의 졸레어 바이오시밀러 옴리클로는 ‘차별화와 타이밍’이 상업화 성과로 이어질 수 있음을 보여주는 사례다. 바이오시밀러는 동일 성분 간 가격 경쟁이 불가피하지만, 옴리클로는 오리지널 대비 보관 편의성 등 제품 특성을 차별화하고 개선해 의료기관의 사용 편의성을 높이는 차별화를 시도했다. 여기에 유럽에서 퍼스트무버로 시장에 진입하면서 2025년 출시 첫 해 매출액 993억원을 기록했다. 올해 하반기 미국 출시가 예정되어 있어 2026년 매출액 4,071억원(+310% YoY), 2027년 6,514억원(+60% YoY)이 전망된다. 결국 바이오시밀러 역시 단순히 저렴한 제품을 출시하는 것을 넘어, 제형·보관·투여 편의성 등에서 차별화하고 경쟁사보다 먼저 시장에 출시하여 선점한다면 기대 이상의 상업화 성과를 만들어낼 수 있다. 이는 신약뿐 아니라 바이오시밀러에서도 제품 차별화와 출시 타이밍이 중요하다는 점을 보여준다.

해외 출시 신약과 차별화와 타이밍에 성공한 바이오 시밀러 매출 추이 비교



주: 2026 년은 당사 추정. 엑스코프리 Y7, 짐펜트라 Y3, 알리글로 Y3, 옴리클로 Y2 가 2026 년. 알리글로는 미국법인 기준.
자료: 키움증권 리서치센터

Argenx와 Madrigal, 그리고 옴리클로의 사례에서 확인했듯이, 시장 기대를 뛰어넘는 초기 침투와 이에 따른 기대 매출의 상향을 위해서는 **제품 차별화와 시장 진입 타이밍**이 중요하다. 여기에 신약의 경우 적응증 확대, 구축된 영업망에 후속 제품을 추가하는 과정까지 이어진다면 상업화 레버리지는 더욱 커질 수 있다.

국내 기업 역시 이러한 **두 번째 성장의 증명이 필요한 시점**이다. SK바이오팜은 Xcopri를 통해 구축한 미국 신경계 영업망에 두 번째 제품을 추가해 단일 제품 회사에서 CNS 상업화 플랫폼으로 확장할 수 있는지가 중요하다. 셀트리온은 Zymfentra의 미국 침투율 상승과 RA 적응증 확대뿐 아니라, 옴리클로와 같은 후속 제품을 자체 판매망에 지속적으로 추가하면서 글로벌 직접판매 인프라의 레버리지를 높일 수 있는지가 관건이다. GC녹십자는 Alyglo가 미국 IVIG 시장에서 당초 기대를 뛰어넘는 점유율과 수익성을 보여줄 필요가 있다.

결국 K-BIO는 ‘직접 팔 수 있는가’에 대한 첫 번째 증명을 넘어, ‘기존 기대보다 더 많이 팔 수 있는가’, 그리고 **‘한 번 구축한 영업망에서 두 번째, 세 번째 성장을 만들어낼 수 있는가’를 증명**해야 하는 단계에 진입했다. 이러한 변화가 확인된다면 현재의 실적 성장에 그치지 않고 미래 이익 추정치와 최대 매출(Peak Sales) 기대치가 함께 상향되면서 기업가치의 추가적인 리레이팅으로 이어질 수 있을 것으로 판단한다.

III. 모멘텀도 달라져야 한다

>>> 좋은 기술이전과 좋은 임상을 구분할 시간

앞에서 살펴본 것처럼 K-BIO의 다음 리레이팅을 위해서는 글로벌 상업화에 대한 신뢰가 필요하다. 그러나 바이오 기업의 가치가 현재 실적만으로 결정되는 것은 아니다. 신약개발 산업의 특성상 임상 결과와 기술이전은 여전히 기업가치를 크게 변화시키는 가장 중요한 모멘텀이다.

다만 시장이 과거의 시행착오를 학습한 만큼, 앞으로는 기술이전이나 임상 성공 자체만으로 모든 기업이 동일하게 평가받기는 어려울 것으로 보인다. 기술이전에서는 최대 계약 규모보다 계약금과 단기 마일스톤, 로열티 등 **실제 경제적 권리와 파트너의 개발 의지**를 살펴봐야 한다. 실제 라이선스 계약에 관한 연구에서도 계약의 경제적 가치는 계약금, 단계별 마일스톤, 판매 로열티 등으로 구성되며, 공시되는 최대 계약금액만으로 계약의 실질적인 경제적 가치를 판단하기 어렵다.

임상 역시 단순히 통계적 유의성을 확보했는가보다 그 결과가 후기 임상에서도 유지될 수 있는지를 살펴보는 것이 중요하다. FDA 역시 신약의 효과를 입증하기 위해 적절한 환자 선정과 임상 설계의 중요성을 강조하고 있다. 특히 2상에서 확인된 효과 크기가 3상에서도 유지될 수 있는지 판단하려면 대조군, 환자 선정 기준, 평가지표, 표본 수와 치료기간 등 임상 설계가 어떻게 달라지는지를 함께 살펴봐야 한다.

따라서 앞으로의 K-BIO 투자는 '**기술이전을 했는가**'에서 '**좋은 조건으로 기술이전했는가**', '**임상에 성공했는가**'에서 '**다음 임상에서도 재현 가능한 결과인가**'로 판단 기준이 한 단계 높아질 필요가 있다. 이러한 검증을 통과한 파이프라인일수록 기술이전 이후 글로벌 후기 개발과 상업화로 이어질 가능성이 높고, 단발성 모멘텀이 아닌 장기적인 기업가치 상승으로 연결될 수 있을 것으로 판단한다.

바이오텍 모멘텀 평가

이전 평가	향후 평가
최대 기술이전 금액	계약금(Upfront) + 단기 마일스톤(near-term milestone) 비중
기술이전 여부	Partner conviction / 개발 우선순위
로열티 존재	로열티율 + Peak Sales + 권리기간
P<0.05	임상적으로 의미 있는 차이인가
2상 성공	3상에서 재현 가능한가
ORR/PFS 등 키워드	주평가 + 부평가지표 일관성

자료: 키움증권 리서치센터

기술 이전에 대한 평가도 달라지고 있다. 시장은 이제 단순히 '기술이전을 했는가'보다 '실제로 얼마나 가치가 실현될 수 있는가'를 보기 시작했다. 과거에는 최대 마일스톤 규모가 기술이전의 가치를 평가하는 가장 중요한 기준이었다. 그러나 이제는 최대 계약 규모보다 실현 가능성, 단계별 가치, 계약 조건이 더욱 중요하게 평가받고 있다.

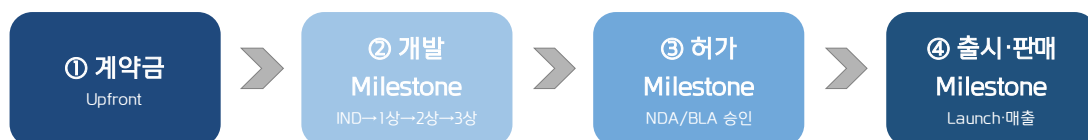
기술이전 계약은 보통 계약금(Upfront), 개발 마일스톤(Development Milestone), 허가 및 상업화 마일스톤(Commercial Milestone), 그리고 로열티(Royalty)로 구성된다.

기본 계약 구조:

- ① **계약금(Upfront)**: 계약 체결 시 수령하는 일시금(회계기준에 따라 일시 또는 분할 인식)
- ② **개발 마일스톤(Development Milestone)**: 임상 단계 진입·완료, 개념증명(PoC) 달성 등 개발 진척에 따라 지급
- ③ **허가 마일스톤(Launch/Commercial Milestone)**: 허가 승인 및 일정 매출 달성 시 지급
- ④ **로열티(Royalty)**: 제품 판매액의 일정 비율을 지속적으로 수령

일반적으로 발표되는 최대 마일스톤은 계약금과 개발·허가·상업화 과정에서 지급 가능한 조건부 마일스톤을 모두 합산한 이론적 최대 금액을 의미하며, 로열티는 별도로 계약되는 경우가 많다. 따라서 발표되는 총 계약 규모와 실제 계약 체결 시점에 유입되는 현금은 큰 차이가 있을 수 있다.

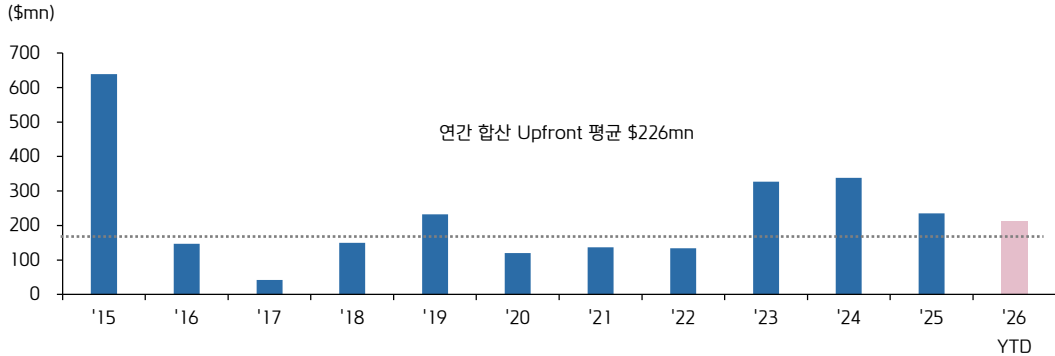
기술 이전 계약 구조



자료: 키움증권 리서치센터

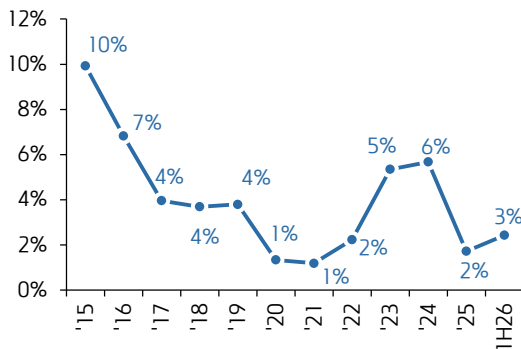
기술 이전 체결시 유입되는 계약금을 살펴보면, 국내 기업들의 연도별 기술이전 계약금의 합산이 2015년 \$639mn으로 가장 큰 규모를 기록한 이후 아직 이를 넘어선 적은 없다. 2023~2024년 각각 \$327mn, \$339mn으로 회복세를 보였으며, 지난 10년간 연도별 계약금을 합산한 유입 규모는 평균 약 \$227mn 수준이었다. 다만, **2026년에는 상반기에만 \$214mn을 기록해 올해를 웃도는 계약금 유입이 기대된다.**

연도별 기술 이전 계약금 합산 금액 추이



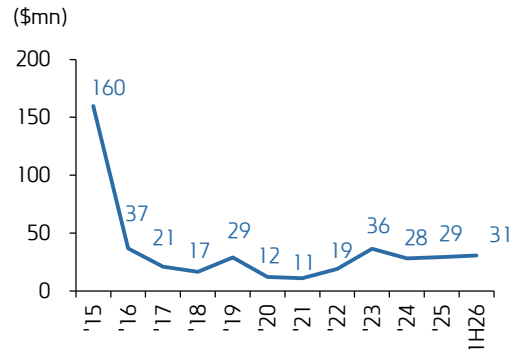
주: 주식 등으로 지급한 금액은 제외, 언론 추정 금액 제외. 일부 금액은 단기 지급금 포함. 계약금 미공개 또는 마일스톤 합산 공개는 제외
자료: 키움증권 리서치센터

기술 이전 마일스톤에서 차지하는 계약금 추이



주: 주식 등으로 지급한 금액은 제외, 언론 추정 금액 제외.
일부 금액은 단기 지급금 포함.
당해 합산 계약금이 당해 합산 마일스톤에서 차지하는 비율.
자료: 키움증권 리서치센터

연도별 계약금액 평균 추이



주: 주식 등으로 지급한 금액은 제외, 언론 추정 금액 제외.
일부 금액은 단기 지급금 포함.
당해연도에 받은 계약금의 평균
자료: 키움증권 리서치센터

한편 계약금이 최대 계약 규모에서 차지하는 비중도 지속적으로 낮아졌다. 2015년에는 약 10% 수준이었으나, 이후로는 낮아져 2015~2025년간 평균은 4.2%이다. 2023~2024년 5% 수준까지 높아졌지만, 2025년에는 다시 1.7%로 낮아졌고, 올해 상반기에는 2.5% 수준으로 소폭 상승했다.

국내 바이오텍들은 그동안 개별 신약보다는 플랫폼 기술 중심의 기술이전이 많았고, 첫 글로벌 기술이전을 진행하는 회사들의 경우 협상력이 높지 않았던 경우도 적지 않았을 것으로 추정된다. 빅파마와의 기술이전 성과 자체가 이후 자금조달과 기업가치에 큰 영향을 미쳤던 만큼, 계약 조건보다는 기술이전 성사 자체를 중요시할 수밖에 없었던 측면도 있었을 것이다.

반면, 미국 바이오산업은 단순히 기술을 이전하는 데 그치지 않고, 공동 상업화를 통해 이익을 배분받거나 직접판매하는 구조로도 진화하면서 신약의 경제적 권리를 확대해왔다. 결국 중요한 것은 상업화 이후 시장 기대를 뛰어넘는 실적과 현금흐름을 창출하고, 이를 다시 후속 파이프라인에 재투자해 다음 성장동력을 만들어내는 선순환 구조를 구축하는 것이다.

아직 국내 투자자들은 K-BIO가 개발한 글로벌 신약이 실제 판매되고, 상업화에서 창출된 현금이 다시 후속 파이프라인과 기업의 성장으로 연결되는 과정을 충분히 경험하지 못했다. 이제 바이오에 대한 신뢰와 기대를 회복하기 위해서는 신약 개발의 성공을 넘어, 그 성공이 더 큰 경제적 권리와 현금창출로 이어지고 다시 다음 성장을 만들어내는 선순환 구조를 증명할 필요가 있다.

>>> Next Licensing_플랫폼

플랫폼 기업은 신약 물질 자체를 개발해 이전하기보다 파트너사의 의약품에 자사의 기술을 적용하는 경우가 많아, 일반적인 신약 기술이전보다 확보할 수 있는 경제적 권리가 낮을 수 있다. MSD가 공개한 계약 내용에 따르면 알테오젠은 키트루다 SC의 판매 마일스톤 달성 이후 순매출의 2%를 로열티로 수취하는 구조다.

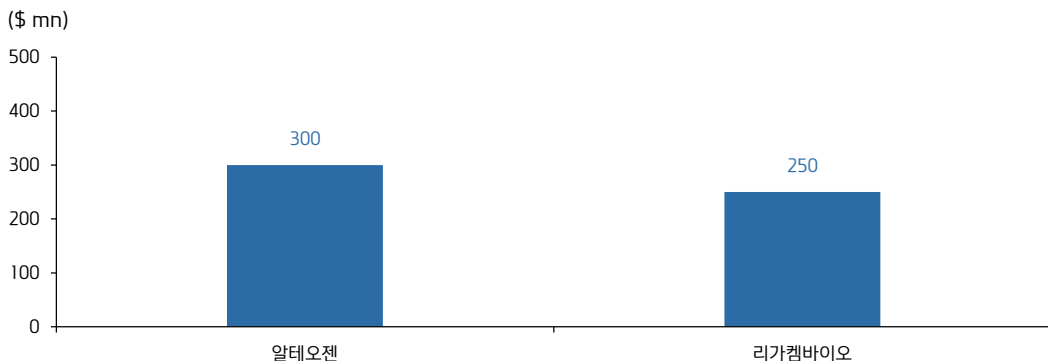
그러나, 플랫폼의 가장 큰 장점은 이미 효능과 시장성이 검증된 의약품에 적용될 수 있다는 점이다. 특히 기존에 상업화된 블록버스터 의약품의 제형을 변경하거나 전달 방식을 개선하는 플랫폼은 새로운 신약 후보물질을 처음부터 개발하는 것보다 임상 및 상업화의 불확실성이 상대적으로 낮다. 개별 제품에서 확보하는 경제적 권리는 작더라도 성공확률이 높고, 적용되는 제품의 매출 규모가 크다면 낮은 로열티율로도 의미 있는 현금흐름을 만들어낼 수 있다.

플랫폼의 또 다른 장점은 한 번의 성공이 플랫폼의 불확실성을 낮추고 후속 계약의 협상력을 높일 수 있다는 점이다. 플랫폼은 초기 단계에서는 동물실험이나 제한적인 데이터만으로 기술의 가능성을 평가받지만, 인체 대상으로 개념증명(Human PoC) 데이터를 확보하면 기술에 대한 불확실성이 크게 낮아진다. 이후 실제 허가와 상업화까지 이어질 경우 플랫폼에 대한 상업화 트랙 레코드가 축적되면서 후속 파트너십과 적용 품목 확대 가능성도 높아진다.

국내 플랫폼 기업들도 이러한 검증 단계에 점차 진입하고 있다. 과거에는 전임상 데이터를 기반으로 글로벌 제약사와 첫 기술이전을 체결하는 것이 중요한 성과였다면, 최근에는 파트너사가 개발을 진행하면서 인체 대상으로 개념증명(Human PoC)를 확보하거나 후기 임상 및 상업화 단계로 진입하는 사례가 늘어나고 있다. 기술이전 계약의 숫자보다 기존 계약이 실제 개발로 이어지는지가 더욱 중요해지는 이유다.

알테오젠은 국내 플랫폼 기업 가운데 가장 앞선 사례로 볼 수 있다. ALT-B4가 적용된 키트루다 SC가 실제 상업화 단계에 진입하면서 플랫폼의 기술적 가능성을 넘어 허가·생산·상업화까지 검증되는 단계에 도달했기 때문이다. 이제 알테오젠의 가치를 판단하는 기준 역시 새로운 기술이전 계약의 최대 금액보다는 키트루다 SC의 실제 판매와 이에 따른 현금 유입, 그리고 검증된 플랫폼을 기반으로 한 두 번째·세 번째 상업화 품목의 등장 여부로 이동할 가능성이 높다.

알테오젠, 리가캠바이오 기술이전 타겟 당 추정 금액



자료: 키움증권 리서치센터

기술 이전을 목표로 하는 플랫폼 현황

회사명	플랫폼	회사명	플랫폼
알테오젠	SC 제형	삼천당제약	경구
에이비엘바이오	BBB, 이중항체	펩트론	지속형
리가켄바이오	ADC	지투지바이오	지속형
에임드바이오	ADC	인벤티지랩	지속형/경구
오름	DAC/TPD	에이프릴바이오	SAFA
디앤디파마텍	경구제형	와이바이오	다중항체
올릭스	RNA		
알지노믹스	RNA		

주: 왼쪽은 다국적제약사로 플랫폼 기술이전 기업, 오른쪽은 기술이전을 목표로 하는 기업

자료: 키움증권 리서치센터

기술 이전을 목표로 하는 플랫폼 현황

회사명	플랫폼	단계	비고
알테오젠	SC 제형	상용화	2025.9 월 미국 FDA 승인
리가켄바이오	ADC	1 상	중국 포순, 3 상 중
에이비엘바이오	이중항체	3 상	ABL001, ORR/PFS 달성. OS 미충족
	그랩바디 T	2 상	ABL111 병용, 위암 8 mg/kg ORR 77% 기록
	그랩바디 B	1b 상	사노피 우선순위 조정
에임드바이오	ADC	1 상	Biohaven, FGFR3 ADC 1 상 중
오름	DAC	1 상	BMS 임상 Site 확장. '27.2월 종료
디앤디파마텍	경구제형	1 상	화이자, 경구 비만 1 상 중
올릭스	siRNA	1 상	릴리, OLX702A(MASH/비만) 연내 1b 상 종료
알지노믹스	RNA 편집	1b/2a 상	RZ-001, 간암 AACR 중간결과 공개. ORR 38.5%
삼천당제약	경구제형	1/2 상	1 형 당뇨 환자 대상 경구 인슐린 연내 결과 확인
펩트론	지속형	1 상	1 개월 세마글루타이드 PT403, 릴리와 기술평가 계약 '26.10 월
지투지바이오	지속형	1 상	지속형 치매치료제 GB-6002 1 상 발표 ('25.12)
인벤티지랩	지속형	1 상	지속형 약물중독치료제 IVL3004 1 상 발표('25.9)
에이프릴바이오	SAFA	1b 상	APB-A1(갑상선암병증 TED), 임상 1b 상 PoC 확인
와이바이오	다중항체	전임상	AR170(PD-1 × VEGF × IL-2) 2027 년 IND 목표

주: 미국/글로벌 임상 기준

자료: 키움증권 리서치센터

>>> Next Licensing_파이프라인

플랫폼 외에 파이프라인의 기술이전 모델에도 이어질 전망이다. 현재 글로벌 기술이전을 추진하거나 향후 파트너링 가능성이 있는 국내 파이프라인 가운데 임상 데이터 확보도 늘어나고 있다. 임상 단계에서 개념증명(PoC) 데이터를 확인한 이후 기술 이전하는 경우 계약금과 로열티율 등의 기술이전 계약 조건이 바이오텍에 우호적일 수 있다.

대표적으로 **디앤디파마텍** DD01은 MASH 2상 탑라인까지 확보한 상태이며, **유한양행/지아이이노베이션**의 레시게르셉트는 만성 자발성 두드러기 2상, **지아이이노베이션**의 GI-101A는 고형암 1/2상을 진행하고 있으며 최근 ASCO2026에서 구두발표를 진행한 바 있다. 이외에도 에이비엘바이오 지바스토미그, 리가캠바이오 LCB71, 티움바이오 메리골릭스·Tosposertib 등 다수의 파이프라인에서 임상 데이터가 축적되고 있어 향후 기술이전 협상력을 높일 수 있는 근거가 될 전망이다.

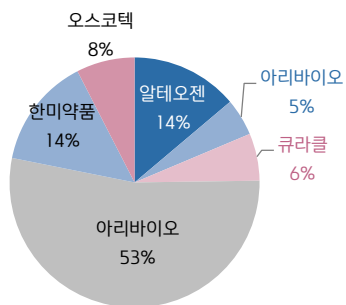
임상에서 경쟁력 있는 효능과 안전성을 확인한 파이프라인이 후기 단계에서 기술이전 될수록 계약 조건 개선뿐 아니라 파트너사의 개발 우선순위가 높아지고 상업화까지 이어질 가능성도 높아질 수 있다. **글로벌 경쟁력이 확인된 후기 자산의 기술이전이 늘어난다면**, 일회성 계약금에 대한 기대를 넘어 향후 마일스톤과 로열티로 이어지는 **K-BIO의 두 번째 수익화 사이클을 앞당기는 계기**가 될 수 있을 것으로 전망한다.

기술 이전을 목표로 하는 파이프라인 현황

회사명	약물	개요	적용증	임상 단계	데이터 발표 일정
유한양행/지아이	레시게르셉트	IgE Trap 계열 Fc 융합단백질	만성 자발성 두드러기	2 상	'26.12~'27.1 월 중간평가
지아이이노베이션	GI-101A	CD80-IgG4 Fc-IL-2v 이중융합단백질	고형암	1/2 상	ASCO26 구두발표
	GI-102	CD80 과 IL-2 변이체 융합단백질	흑색종, 전립선암	1/2 상	J&J Pasritamig 병용
	GI-214	Activin Trap	폐동맥고혈압	전임상	임상전 기술이전 목표
디앤디파마텍	DD01	GLP-1/GCG 이중 작용제	MASH	2 상	EASL 에서 2 상 탑라인 발표
	NLY02	RIPK2 단백질	뇌질환	전임상	-
한미약품	HM17321	CRFR2 선택 활성 UCN2 유사체	비만	1 상	27 년 3 월 임상 종료 예정
에이비엘바이오	지바스토미그	Cldn18.2 x 4-1BB 이중항체	위암	2 상	2H26 학회에서 1b 확장 데이터
리가캠바이오	LCB71	ROR1 타겟 ADC	고형암, 림프종	1b 상	1b 상 진행/글로벌 기술이전 추진 중
오스코텍/카나프	OCT-598	EP2/4 이중 길항제	고형암	1 상	'28 년 임상 종료 예정
티움바이오	메리골릭스	경구용 GnRH 수용체 길항제	자궁근종/내막증	2a 상 완료	후기임상 진행/기술이전 추진 중
	Tosposertib	TGF-β x VEGFR2 이중 억제제	두경부암/담도암/대장암	2a 상	ASCO 에서 키트루다 병용 2 상 발표
애타바이오	APX-115	Pan-NOX(NADPH 산화효소) 저해제	조영제유발급손신손상	2 상	'26.2H 탑라인 결과 발표
에스바이오메딕스	TED-A9	인간 배아줄기세포 유래 중뇌 도파민 신경전구세포 치료제	파킨슨병	1/2a 상	1/2a 상 데이터 발표

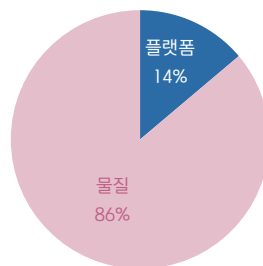
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

2026년 기술이전 업체별 금액 비중



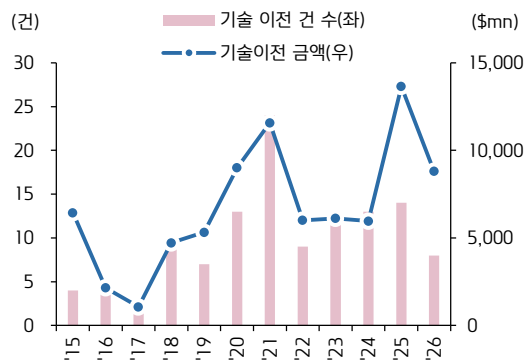
주: 주식 등으로 지급한 금액은 제외, 언론 추정 금액 제외.
일부 금액은 단기 지급금 포함. 계약금 미공개 또는 마일스톤
합산 공개는 제외
자료: 키움증권 리서치센터

2026년 기술이전 플랫폼/자산별 금액 비중



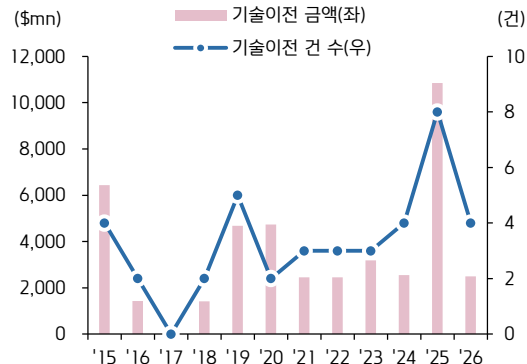
주: 주식 등으로 지급한 금액은 제외, 언론 추정 금액 제외.
일부 금액은 단기 지급금 포함. 계약금 미공개 또는 마일스톤
합산 공개는 제외
자료: 키움증권 리서치센터

국내 기술이전 추이



주: 주식 등으로 지급한 금액은 제외, 언론 추정 금액 제외.
자료: 키움증권 리서치센터

빅파마향 기술이전 추이



주: 주식 등으로 지급한 금액은 제외, 언론 추정 금액 제외.
자료: 키움증권 리서치센터

연도별 주요 기술 이전 내역

(단위 : \$mn)																	
'21		'21		'22		'23		'24		'25		'26					
기업	총금액	기업	총금액	기업	총금액	기업	총금액	기업	총금액	기업	총금액	기업	총금액				
알테오젠/ Intas	117	에이프릴/ Lundbeck	448	에이비엘/ 사노피	1,060	진코아/ 글로벌제약사	350	진에딧/ 로슈 제넨텍	644	에임드바이 오/Biohaven	비공개	아리바이 오/Fosun 중국아세안판권	424				
녹십자랩셀/ 이티바-머크 *24년 6월 파트 너신 해지	1,866	레고렘/ Antengene	363	노벨티노빌리티 /Valenza	733	대웅제약/ CS Pharma	336	LG화학/ 리듬파마	350	올릭스/윌리	630	알테오젠/GSK Tesaro	285				
제넥신/ KG BIO	1,100	큐라클/Thea 24.05 권리반환	158	코오롱생명과학 /Juniper	587	올릭스/ Hansoh	112	알테오젠/ MSD 독점 변경	452	알테오젠/AZ (3층)	1,350	알테오 젠/Biogen	579				
대웅제약/ 상해하이니	336	고바이오랩/ Shanghai	105	티움바이오/ 한소제약	170	온코닉/ Livzon	128	아리바이오/ 중제약사(비공 개)	770	에이비엘/ GSK	2,846	큐라클/메멘토	539				
펩트론/ Qilu	544	한미/Aptose	420	보로노이/ METIS	482	바이오 오케스트라/ 미국 제약사	861	SK바이오팜/ 이그니스 테라퓨 틱스	55	알지노믹스/ 윌리	1,350	아리바이 오/Fosun 글로벌 판권	4,700				
이클온시아/ 3D메디슨	470	보로노이/ Pyramid 23.11 반환	846	동아에스티/ Neurobo	338	디앤디파마텍/ MetSera	428	지놈엔컴퍼니/ 디바이오팜	426	나이백/ 미국 제약사	435	한미약품/윌리	1,260				
휴온스/ 아쿠아벳	354	레고렘/ 소티오	998	셀트리온/ 피노바이오	1,244	대웅제약/ Vitalli Bio '24.11 반환	477	에이프릴바이 오/ 에보룬	475	올릭스/ 로레알	-	오스코 텍/Agios	665				
한독-CMG/ AUM	171	HK이노엔/ Braintree	540	리가렘/ Amgen	1,248	SK바이오팜/ Hikma	23	이수앤지스/ 美기업(비공개)	86	에이비온/ 비공개	1,315	알테오젠/글로벌 제약사	365				
대웅제약/ 뉴로가스트릭스 '23년 6월 반환	425	레고렘/ 익수다	1,000	알테오젠/ Sandoz '24.7월 종료	145	지아이미노/ Maruho	221	오름/Vertex	945	소바젠/안젤리 니	550						
레고렘/ 익수다	375	한미/AffaMed	145			중근당/ Novartis	1,305	알테오젠/ 산도즈	공동연구	한미약품/길리 어드	34.5						
물젠/ 카세릭스	133					오름테라퓨틱/ BMS	180	SK바사/ 사노피 수정계약	510	에임드바이 오/BI	991						
와이바이오/ 피에르파브르	103					리가렘/ J&J	1,700	아이엠바이오/ 네비게이터	945	에이비엘바이 오/윌리	2,602						
동아ST/ Intas	106							알테오젠/ 다이미피산코	300	오스코텍/사노 피	1,040						
올릭스/ Hansoh	451									아이엔테 라/Niroda	506						
'21년 합산		11,574	'22년 합산		6,006	'23년 합산		6,120	'24년 합산		5,958	'25년 합산		13,650	'26년 합산		8,817

주: 파란색 표시는 반환 품목, 빨간색 표시는 빅파마로의 기술이전.

자료: 각 사, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

IV. 투자전략

>>> K-BIO, 해외 지분투자 증가

해외에서도 주목하기 시작한 수익화

최근 글로벌 대형 자산운용사의 국내 제약·바이오 기업에 대한 지분 확대가 잇따르고 있다. 세계 최대 자산운용사인 블랙록(BlackRock Fund Advisors)은 HLB 지분을 지난 3월 5% 이상으로 확대한 데 이어 6월 6.05%, 8월에는 7.15%까지 늘렸다. 유한양행 역시 블랙록의 지분율이 지난 6월 5.07%로 신규 공시된 이후 8월 6.5%까지 확대됐으며, 알테오젠도 8월 지분율이 5.03%로 신규 대량보유 공시 대상이 됐다. 블랙록 이외에도 미국 자산운용사 Kopernik Global Investors는 종근당 지분을 7.21%에서 8.38%로 확대했고, 올릭스는 지난 6월 로레알 그룹 벤처펀드 볼드· 미국 자산운용사 Weiss Asset Management로부터 제3자배정 유상증자를 통해 약 1,100억원의 투자를 유치했다.

물론 이러한 움직임을 모두 해외 투자자의 K-BIO에 대한 적극적인 투자로 해석하기에는 이르다. 블랙록은 ETF와 인덱스 자금을 대규모로 운용하고 있으며, 최근 국내 다른 업종에서도 5% 이상 지분 공시가 증가하고 있어 패시브 자금 유입과 지수 리밸런싱에 따른 효과가 일부 포함됐을 가능성이 있다.

그럼에도 최근 해외 자금이 유입된 기업들의 공통점은 눈여겨볼 만하다. 종근당 지분을 8% 이상 보유한 Kopernik은 저평가된 자산을 발굴하는 가치투자 성향의 운용사로 알려져 있다. 알테오젠은 키트루다 SC 상업화에 따른 로열티 유입, 유한양행은 렉라자 글로벌 판매 확대에 따른 마일스톤과 로열티 수익이 기대된다. 올릭스 역시 기술이전 파이프라인의 개발 진전에 따른 마일스톤과 자체 제품 상업화를 통해 현금흐름 개선이 기대되는 기업이다.

이는 해외 투자자의 관심이 단순히 임상 결과나 기술이전과 같은 이벤트에 머무르지 않고, 저평가된 기업가치와 향후 실제 현금흐름을 창출할 수 있는 기업으로 확대되고 있을 가능성을 보여준다. 아직 해외 기관의 K-BIO 투자가 본격적인 추세로 전환됐다고 단정하기는 이르지만, 글로벌 기술이전과 상업화 성과가 축적되면서 K-BIO를 바라보는 해외 투자자의 시각도 점차 달라지고 있다는 점은 주목할 필요가 있다.

2026년 외국계 운용사 K-BIO 지분 5% 이상 공시 현황

기관명	공시일자	투자대상	보고 전 지분	보고 후 지분	주식 수 증감	총 보유 주식 수
블랙록자산운용	26/8/10	유한양행	5.07%	6.50%	+ 74.6만주	478.5만주
블랙록자산운용	26/6/8	유한양행	-	5.07%	+ 56.7만주	403.9만주
블랙록자산운용	26/8/7	알테오젠	-	5.03%	+ 2.4만주	269.4만주
블랙록자산운용	26/8/4	HLB	6.05%	7.15%	+ 147.0만주	952.6만주
블랙록자산운용	26/6/9	HLB	5.01%	6.05%	+ 139.1만주	805.6만주
블랙록자산운용	26/3/3	HLB	-	5.01%	+ 4.5만주	666.5만주
코페르닉 글로벌인베스터스	26/6/26	종근당	7.21%	8.38%	+ 16.1만주	115.7만주
코페르닉 글로벌인베스터스	26/6/1	종근당	6.05%	7.21%	+ 16.0만주	99.5만주
코페르닉 글로벌인베스터스	26/1/30	종근당	5.02%	6.05%	+ 14.3만주	83.6만주
모건스탠리	26/1/9	쓰리빌리언	-	4.75%	+ 151.0만주	151.0만주

주: 첫 대량보유 공시 및 그 외 1% 이상의 지분 변동이 있는 공시
 자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

2025년 외국계 운용사 K-BIO 지분 5% 이상 공시 현황

기관명	공시일자	투자대상	보고 전 지분	보고 후 지분	주식 수 증감	총 보유 주식 수
JP모건	25/9/10	프로티나	5.16%	2.89%	- 24.6만주	31.4만주
JP모건	25/9/3	프로티나	-	5.16%	+ 56.0만주	56.0만주

주: 첫 대량보유 공시와 그 외 1% 이상의 지분 변동이 있는 공시
 자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

>>> Cash Flow + Growth를 함께 보는 투자전략

긴장했던 굼직한 이벤트는 지나갔다

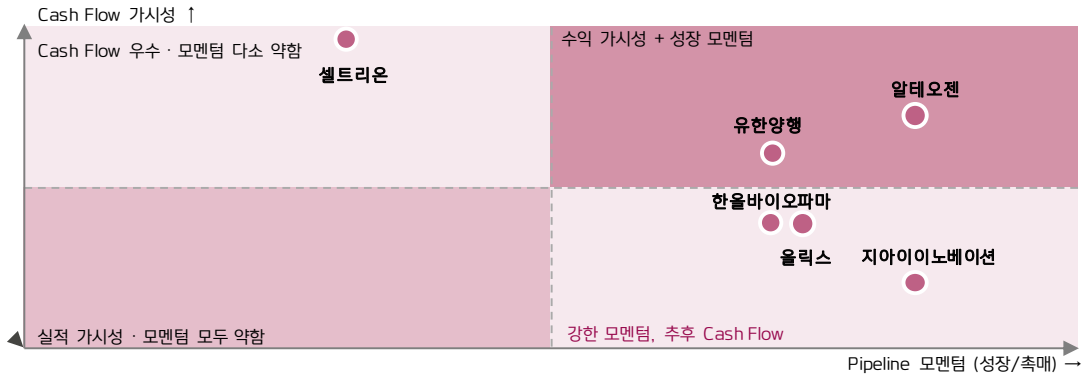
올해 시장이 긴장하며 지켜봤던 굼직한 이벤트들은 상당 부분 결과가 확인되며 하나씩 소화되고 있다. 코오롱티슈진은 골관절염 글로벌 3상의 첫 번째 코호트 결과를 발표한 이후 추가 코호트 데이터를 기다리고 있으며, HLB 역시 미국 허가 과정에서 보완 요구를 확인하며 후속 절차를 진행하고 있다. 펩트론은 릴리항 기술이전 기대감이 높았던 만큼 파트너링 진행 과정에 따라 주가 변동성이 확대되기도 했다. 각각의 이벤트가 아직 최종적인 결론에 도달한 것은 아니지만, 시장이 우려했던 불확실성이 일정 부분 확인되면서 관련 주가 변동성도 개별 기업 중심으로 소화되는 모습이다.

이제부터는 Cash Flow가 섹터의 하방과 신뢰를 만들고, 임상과 기술이전 모멘텀이 상방을 열어주는 구간에 주목할 필요가 있다. 유한양행과 일테오젠은 글로벌 상업화 제품의 판매 확대를 통해 향후 로열티 수익의 가시성이 높아질 수 있으며, 셀트리온 역시 직접판매망과 바이오시밀러의 제형·제품 차별화를 통해 현금창출 능력을 확대하고 있다. 이들 기업의 실적이 기대치를 충족하거나 넘어서면 K-BIO의 수익화에 대한 신뢰를 높이는 기반이 될 수 있다.

그 위에서 성장 모멘텀을 더해줄 기업에도 주목할 필요가 있다. 한울바이오파마는 향후 임상 데이터가 성공적일 경우 2~3년 내 글로벌 상업화까지 연결될 수 있어 임상 모멘텀과 수익화 시점의 거리가 상대적으로 가깝다. 올릭스 역시 로레알과의 상업화 협력이 빠르게 진전되고 후속 파이프라인 기술이전까지 이어진다면 현금흐름과 추가 성장 모멘텀을 동시에 확보할 수 있다. 지아이이노베이션은 유한양행과 공동개발 중인 알레르기 파이프라인의 2상 데이터와 기술이전, GI-101A의 글로벌 파트너링 여부가 중요하다. 첫 의미 있는 글로벌 기술이전이 성사된다면 플랫폼과 후속 파이프라인에 대한 시장의 신뢰를 높이는 계기가 될 수 있다.

결국 향후 투자전략은 Cash Flow와 Growth 가운데 하나를 선택하는 것이 아니라 두 축을 함께 볼 필요가 있다. 이미 상업화에 진입한 기업에서는 예상보다 빠른 매출과 현금흐름 성장을, 개발 단계 기업에서는 좋은 임상 데이터가 후기 개발과 기술이전, 궁극적으로 상업화까지 연결될 수 있는지를 확인해야 한다. Cash Flow가 K-BIO의 신뢰를 회복시키고, Growth가 다시 기대감을 만들어내는 선순환이 형성되는지가 향후 섹터 리레이팅의 핵심이 될 것으로 판단한다.

K-BIO Cash Flow × Growth Matrix



주: 상기 Matrix는 전체 제약·바이오 기업의 상대평가가 아닌, 본 자료에서 제시하는 주요 관심기업의 향후 Cash Flow 가시성과 성장 모멘텀을 정성적으로 도식화
 자료: 키움증권 리서치센터

수익 가시성과 성장 모멘텀을 보유한 **유한양행과 올릭스**를 각각 **커버리지와 바이오텍 관심종목의 Top Picks로 제시**한다. 유한양행은 렉라자에 대한 시장 기대가 낮아진 상황에서 하반기 처방 확대가 확인되고, 7년간 부재했던 빅파마항 기술이전까지 이어진다면 기업가치 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다. 고마진 API를 담당하는 유한화학의 수주 및 공급 증가에 따른 수익성 개선도 기대된다. 올릭스는 로레알과의 협업 확대를 통한 현금흐름 개선과 함께 Dual siRNA 및 ALK7 비만 프로그램의 기술이전 등 풍부한 모멘텀을 보유하고 있다.

이 밖에 하반기 **관심종목으로는 셀트리온, 알테오젠, 한울바이오파마, 지아이이노베이션**을 제시한다. 셀트리온은 차별화된 바이오시밀러 제품 확대와 짐펜트라 마케팅 강화 등을 통한 실적 개선이 기대된다. 알테오젠은 키트루다 SC 판매 마일스톤 유입과 추가 대규모 플랫폼 기술이전 모멘텀을 보유하고 있다.

한울바이오파마는 '27년 그레이브스병과 MG의 주요 임상 결과를 통해 향후 2~3년 내 상업화 가능성을 확인할 수 있으며, 하반기 RA 2b상 결과를 통해 FcRn 후발주자로서 적응증 차별화 가능성도 확인할 수 있다. 다만 RA 2b상은 임상 설계 특성상 주평가지표의 통계적 유의성 확보에 대해서는 보수적으로 접근할 필요가 있다. 그럼에도 GD·MG의 상업화 가시성과 RA의 추가 업사이드를 감안해 투자 의견 BUY로 커버리지를 개시한다.

지아이이노베이션은 기술이전을 목표로 하는 다수의 파이프라인에서 임상 데이터가 축적되고 있다. 향후 의미 있는 기술이전이 성사될 경우 파이프라인에 대한 R&D 신뢰도가 높아지고, 후속 자산까지 신약가치가 재평가될 수 있을 것으로 기대한다.



기업분석

셀트리온
(068270)

BUY(Maintain)/목표주가 250,000원
내가 놓쳤던 직판의 효과

유한양행
(000100)

BUY(Maintain)/목표주가 110,000원
구조적 실적개선에 모멘텀 한스폰

한올바이오파마
(009420)

BUY(Maintain)/목표주가 80,000원
임상에서 로열티로, 머지 않았다.

알테오젠
(196170)

Not Rated
올해 기술이전 MVP !

올릭스
(226950)

Not Rated
남의 성공도 모멘텀이 된다

지아이이노베이션
(358570)

Not Rated
내가 너를 놓지 못하는 이유

셀트리온 (068270)



BUY(Maintain)

목표주가 250,000원
주가(8/18) 195,500원

제약/바이오 Analyst 허혜민

미국·유럽 직접판매망 구축으로 제품 차별화와 판매 전략의 유연성이 높아지며, 올리클로 미국 출시와 짐펜트라 적응증 확대·마케팅 협업이 하반기 주요 모멘텀으로 기대된다. 액상제형 전환과 고마진 신제품 비중 확대, 바이오시밀러 임상 간소화에 따른 개발비 절감으로 수익성 개선도 지속될 전망이다. 시밀러 업체 대비 밸류에이션 프리미엄이 가능할 것으로 판단되어 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 250,000원을 제시한다.

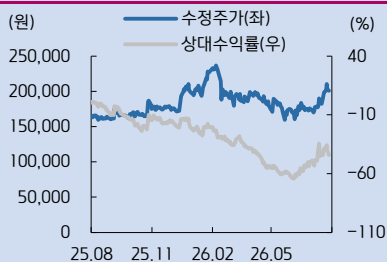
Stock Data

KOSPI (8/18)	6,869.83pt	
시가총액	454,767억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	236,862 원	159,400원
최고/최저가 대비 등락	-17.5%	22.6%
주가수익률	절대	상대
1M	11.2%	10.4%
6M	-13.8%	-30.9%
1Y	18.6%	-45.6%

Company Data

발행주식수	232,617천주
일평균 거래량(3M)	696천주
외국인 지분율	25.5%
배당수익률(26E)	0.4%
BPS(26E)	75,799원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 2인 32.8%

Price Trend



내가 놓쳤던 직판의 효과

>>> 시밀러의 차별화와 협상력 강화

직접판매 전환을 기반으로 차별화된 시밀러 품목을 구축하고, 협상력 또한 올라가며 선순환 구조로 돌입하였다. 올리클로(졸레어BS)의 경우, 1일 상온보관하는 오리지널 대비 동사는 1주일의 보관이 가능하다. '25년 유럽에서 993억원, '26년 상반기 1,884억원 매출을 기록하였다. 하반기에는 미국 출시로 '26년 매출은 4,071억원(YoY +310%)이 전망된다. 짐펜트라는 IBD(염증성장질환) 위주 적응증에서 RA(류마티스관절염)로 적응증 확장과 하반기 화이자와의 마케팅 협업이 예상된다. 다국적사에만 의존하던 판매 방식에서 자체 영업망을 구축하면서 협업에 협상력이 강화되었을 것으로 추측된다.

>>> 가격 상승과 수익성 개선

미국의 의약품 MFN(최혜국) 정책이 오히려 유럽의 약가 상승을 압박하고 있어 유럽 지역에 오랜 노하우를 보유한 동사에 유리한 환경이다 ('25년 바이오 제품의 약 31% 미국향 추정). 이 밖에도 램시마 IV의 액상제형 전환, 고마진의 신제품 매출 확대, 3상 간소화로 인한 R&D 비용 감소 등으로 수익성 개선을 이어가고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 25만원.

시밀러 차별화 전략과 미국 내 직판망 보유, 신약 파이프라인의 임상 진입으로 밸류에이션 프리미엄을(20% 할증) 받을 수 있는 구조라 판단된다. EV/EBITDA 24 배를 적용하여 동사에 대한 목표주가 25만원, 투자의견 BUY을 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557.3	4,162.5	5,442.7	6,313.1	6,990.9
영업이익	492.0	1,168.5	1,876.8	2,236.0	2,459.6
EBITDA	910.3	1,456.0	2,210.8	2,534.3	2,726.1
세전이익	576.1	1,153.7	1,987.7	2,365.1	2,614.2
순이익	418.9	1,031.5	1,580.3	1,880.2	2,078.3
지배주주지분순이익	422.7	1,029.6	1,577.4	1,876.8	2,074.5
EPS(원)	1,703	4,238	6,509	7,745	8,560
증감률(% YoY)	-46.6	148.8	53.6	19.0	10.5
PER(배)	101.1	40.7	30.9	26.0	23.5
PBR(배)	2.45	2.43	2.65	2.46	2.27
EV/EBITDA(배)	46.0	30.5	22.2	19.0	17.2
영업이익률(%)	13.8	28.1	34.5	35.4	35.2
ROE(%)	2.5	5.9	8.9	9.8	10.0
순차입금비용(%)	6.0	14.3	12.3	6.8	0.4

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 가이던스 부합하는 실적 기대

영업이익 3분기 5천억대, 4분기 6천억대 가이던스 유지

3 분기 매출액은 1 조 4,006 억원(YoY +36%, QoQ Flat), 영업이익은 5,018 억원(YoY +67%, QoQ +11%, OPM +36%)로 시장 컨센서스 매출액 1 조 4,509 억원과 영업이익 5,093 억원에 대체로 부합할 것으로 전망된다.

실적 세부 사항

(단위, 십억원)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26	컨센서스	차이	2026E	컨센서스	차이
매출액	1,145.0	1,393.7	1,400.6	1,450.9	-3%	5,442.7	5,535.6	-2%
yoy	36%	45%	36%	41%		31%	33%	
영업이익	321.9	451.8	501.8	509.3	-1%	1,876.8	1,853.7	1%
yoy	115%	86%	67%	69%		61%	59%	
OPM	28%	32%	36%	35%		35%	34%	
지배주주순이익	346.1	374.6	407.0	409.1	-1%	1,577.4	1,581.1	0%
yoy	219%	512%	23%	23%		53%	54%	
NPM	30%	27%	29%	28%		29%	29%	

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	569,833	상위제약사 평균 fw12m EV/EBITDA 적용, 20% 할증
② 비영업가치	7,458	
관계기업		
- 셀트리온제약	7,458	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	24,874	
④ 유통 주식 수	218,407	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	552,417	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	250,000	

주: 상위제약사 유한양행, 삼성에프스홀딩스

자료: 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정

(단위,
십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2026E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2027E
바이오의약품	974.2	1,263.9	1,260.8	1,343.3	4,842.2	1,261.1	1,372.0	1,429.7	1,589.4	5,652.2
램시마	213.6	253.3	269.8	270.9	1,007.5	231.1	269.5	263.9	263.2	1,027.7
램시마 SC	157.1	199.6	209.1	230.3	796.1	196.7	239.7	239.8	199.5	875.7
짐펜트라	52.8	46.7	67.9	128.1	295.4	106.4	97	86.7	123.5	413.6
트룩시마	136.7	152.1	130.1	86.4	505.3	123.8	127.4	122.4	131.7	505.3
허주마	42.7	33.6	45.1	54.5	175.9	40.3	43.1	42.5	49.9	175.9
유플라이마	114.1	195.4	155.8	138.1	603.4	148.8	187.2	172	125.5	633.5
기타 제품	257.2	383.2	383	435.1	1,458.6	413.9	408.1	502.3	696	2,020.4
Non-바이오제품	170.8	129.8	139.9	160	600.5	147.6	165.6	163.3	184.5	661
매출액	1,145.0	1,393.7	1,400.6	1,503.4	5,442.7	1,408.6	1,537.6	1,593.1	1,773.8	6,313.1
YoY	36%	45%	36%	13%	31%	23%	10%	14%	18%	16%
매출원가	459.1	529.5	500.8	487.4	1,976.8	536.7	584.2	569.6	575.1	2,265.5
원가율	40%	38%	36%	32%	36%	38%	38%	36%	32%	36%
매출총이익	685.8	864.2	899.9	1,016.00	3,465.9	871.9	953.4	1,023.5	1,198.7	4,047.6
매출총이익율	60%	62%	64%	68%	64%	62%	62%	64%	68%	64%
판매관리비	364	412.4	398.1	414.6	1,589.1	422.6	447	432.1	509.9	1,811.7
영업이익	321.9	451.8	501.8	601.4	1,876.8	449.3	506.4	591.4	688.8	2,236.0
YoY	115%	86%	66%	27%	61%	40%	12%	18%	15%	19%
OPM	28%	32%	36%	40%	34%	32%	33%	37%	39%	35%

자료: 키움증권 리서치센터

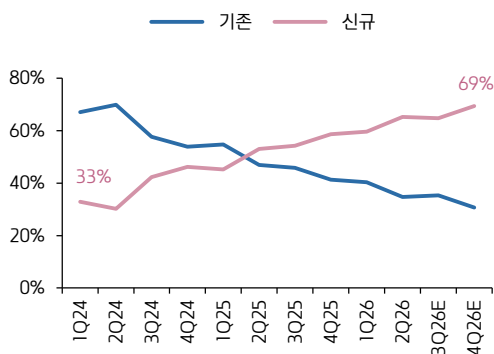
>>> 수익성 개선 요소

신제품 비중 확대, 제품의 미국향 확산, 유럽 약가 상승 압박, 바이오시밀러 간소화,

고마진 신제품 비중 확대, 미국향 제품 확대 및 유럽향 수익성 유지, 바이오시밀러 간소화 등으로 동사의 수익성은 지속 개선되고 있다. 2024 년 이익률 14%대에서 2025 년 28%로 개선되었으며, 2026 년에는 35%까지 개선될 것으로 기대한다. 2027 년에도 이익률은 35%대를 유지할 것으로 전망된다. 신제품 비중은 전체 바이오의약품 매출에서 2 분기 약 65%까지 상승하였고, 이 비중은 4Q26 에 약 69%까지 확대될 전망이다.

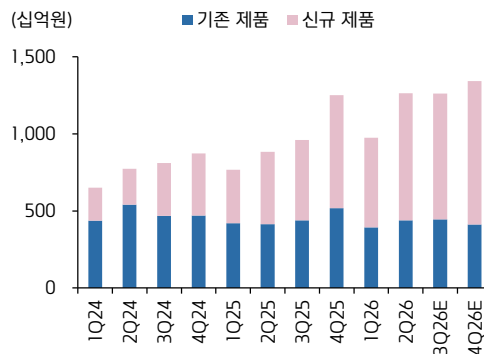
기존 제품의 성장도 예상되는데, 램시마 SC 는 유럽에서 IBD 를 중심으로 성장해왔으며, 미국에서는 짐펜트라의 류마티스관절염(RA) 적응증 확대가 추진되고 있다. 게다가 동사는 자가면역질환 영역에서 유플라이마·애포즈마 등 제품 포트폴리오를 보유하고 있어 영업 시너지도 기대된다. 미국에서 인플렉트라를 판매하는 화이자와의 마케팅 협업을 통해 인플릭시맵 IV 유도 요법 이후 짐펜트라 SC 유지요법으로 전환하는 치료 흐름에서 시너지가 기대된다.

기존 제품과 신규 제품의 비중 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

기존 제품과 신규 제품의 매출액 추이 및 전망

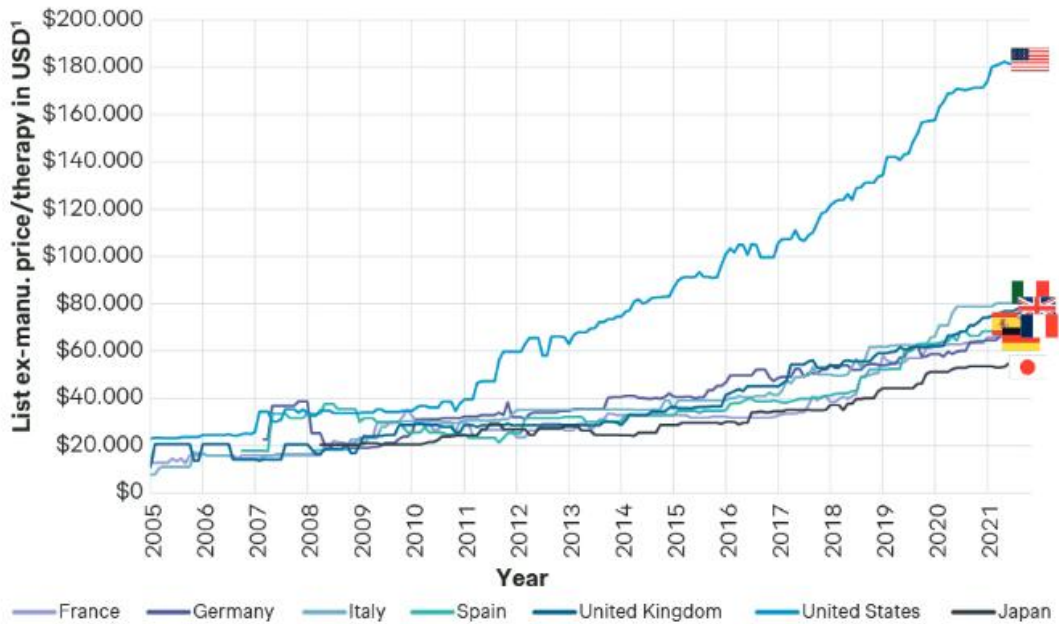


자료: 키움증권 리서치센터

미국은 유럽 대비 가격이 통상 2~3 배 높은 것으로 알려졌다. 동사는 약가가 높은 미국 시장으로도 제품이 확대되고 있다. 아일리아 시밀러 아이덴젤트가 2026 년 12 월 미국 출시 예정으로 2027 년부터 매출 기여가 예상되며, 졸레어 시밀러 옴리클로도 2026 년 하반기 미국 출시하여, 2027 년 온기 반영되기 시작할 것으로 보인다.

게다가 최근 미국의 의약품 MFN(최혜국) 정책으로 오히려 유럽에서 신약 출시를 지연시키거나 높은 약가를 요구할 유인이 커지고 있어 상대적으로 유럽에서 오랜 판매 경험을 보유한 동사에는 우호적인 환경으로 판단한다. ('25년 바이오 제품의 약 31% 미국향 추정).

2005~2021년 항암 치료제의 연간 중앙 WAC(도매취득원가) 및 표시가격



주석: 1. GlobalData, OECD, SoC: standard of care, WAC: wholesale acquisition cost

자료: Simon-Kucher, 키움증권 리서치센터

이 밖에도 **FDA의 바이오시밀러 임상 간소화 기조는 개발기간 단축과 프로젝트당 개발비 절감으로 이어질 것으로 기대**된다. 2025년 10월 FDA가 바이오시밀러 임상 3상의 비교임상 효능시험 (Comparative Efficacy Study-CES)의 필요성을 대폭 낮추겠다는 방향을 공식화한 바 있다. 새로운 가이드라인 초안(draft guidance)을 발표하면서, 분석적 유사성 평가와 PK 자료 등이 충분한 경우 비교효능시험이 필요하지 않을 수 있다고 제안했다. 이로 인해 기업들이 FDA와의 협의를 토대로 실제 IND 변경이나, 환자 수 축소 등에 본격 반영하기 시작한 것으로 보인다.

동사 또한 2026년 들어 3상 시험계획 변경신청이 이어지고 있다. 기존 **3상 환자 모집 계획 수가 절반 가량 감소**되고 있다. 이로 인해 R&D 비용 감소 등으로 수익성이 개선될 것으로 기대된다. 다만, 3상 개발비는 자산화가 가능하기에 당장의 R&D 비용 감소보다는 향후 상각 부담 감소 등을 통해 중장기 수익성에 반영될 것으로 예상된다.

셀트리온 바이오시밀러 임상 3상 개발 변경 내역

파이프라인	오리지널 / 성분	적응증 및 임상	변경 전	변경 후	감소	변경 신청·승인 지역
CT-P55	코센티스 / secukinumab	중등도~중증 판상형 건선 환자 대상 유효성·안전성 비교 3상	375 명	153 명	-222 명	미국/유럽
CT-P51	키트루다 / pembrolizumab	치료 전력이 없는 전이성 비편평 비스소세포암 환자 대상, 백금- 페메트렉시드 병용 유효성·안전성 비교 3상	606 명	220 명	-386 명	미국/유럽/한국
CT-P44	다잘렉스 파스프로 / daratumumab SC	불응성·재발성 다발성골수종 환자 대상, 레날리도마이드·덱사메타손 병용 유효성·안전성 비교 3상	486 명	394 명	-92 명	유럽/한국
		합계	1,467 명	767 명	-700 명 (-47.7%)	

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

한편, 바이오시밀러 경쟁 심화를 우려하는 시각도 존재한다. 다만 **임상 효능시험의 중요성이 낮아질수록 경쟁력의 중심은 생산공정, CMC, 허가 경험, 원가 경쟁력으로 이동**할 가능성이 높다. 셀트리온은 다수의 바이오시밀러 상업화 경험을 바탕으로 축적된 CMC, 공정개발, 임상 및 허가 역량을 보유하고 있어 이러한 변화의 수혜를 받을 가능성이 높다.

현재 개발 중인 코센티스, 키트루다, 옵디보, 트렘피어, 엔티비오 등 후속 바이오시밀러 역시 향후 동일한 규제 완화 기조가 적용될 경우 개발기간과 개발비 절감 효과가 기대된다. 동사는 2038년까지 전체 제품 포트폴리오를 약 41개로 확대한다는 목표를 제시하고 있다.

>>> 바이오시밀러도 차별화가 가능하다.

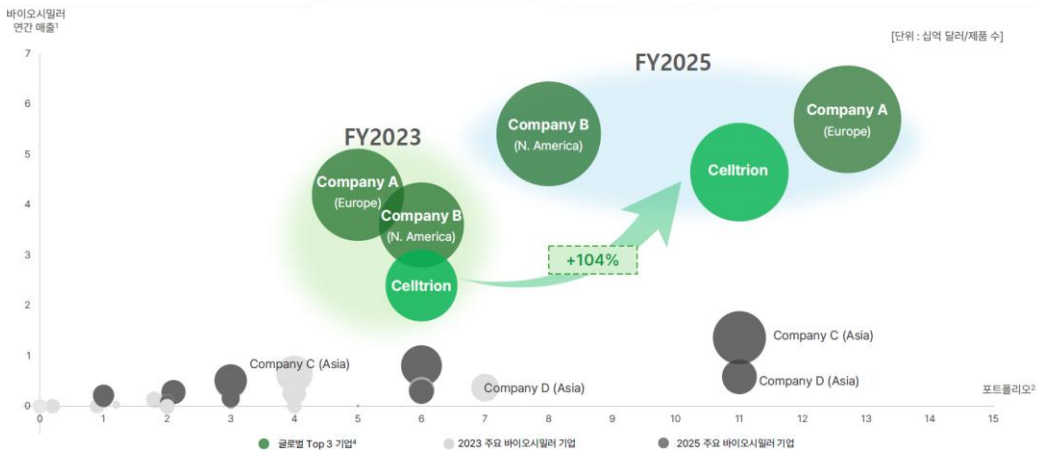
바이오시밀러는 동일 성분을 기반으로 하기 때문에 가격 경쟁 중심의 사업으로 인식되기도 한다. 그러나 실제 시장에서는 제형, 투여 편의성, 보관 안정성, 공급 역량 등이 제품 선택에 영향을 미치며, 이러한 차별화는 시장점유율 확대와 수익성 개선으로 이어질 수 있다.

기존 제품에서도 수익성 개선 전략이 지속되고 있다. 램시마 IV는 기존 동결건조 제형 외에 사용 편의성과 생산 효율을 높인 **액상 제형**을 출시하였다. 아직 매출 비중은 크지 않으나, 미국 직판 조직을 기반으로 병원 채택이 확대될 경우 믹스 개선 효과가 기대된다.

스텔라라 바이오시밀러 스테키마는 유럽에서 **오토인젝터(Auto-injector) 제형**을 도입하며 차별화를 추진하고 있다. 크론병과 궤양성대장염 등 염증성 장질환 환자를 중심으로 사용 편의성을 높여 시장 침투율 확대가 기대된다. **줄레이 바이오시밀러 옴리클로**는 오리지널 제품 대비 **보관 편의성을 개선**한 것이 특징으로, 의료기관의 사용 편의성을 높일 수 있다. 이러한 차별성을 바탕으로 유럽에서 **퍼스트 무버**로 출시되어 2025년 매출액 993억원을 기록하였다. 올해 하반기에는 미국 출시가 예정되어 있으며, 2026년 매출액은 4,071억원(YoY +310%)이 전망된다. 2027년에는 미국 시장 매출이 온기로 반영되면서 6,514억원(YoY +60%)의 매출을 기록할 것으로 예상된다.

직접판매 체제를 구축한 점도 장기적인 경쟁력으로 판단한다. 대부분의 바이오시밀러 기업은 글로벌 판매를 위해 파트너사에 의존하는 구조인 반면, 당사는 미국과 유럽에서 자체 판매 조직을 운영하고 있다. 이를 통해 제품 출시 이후 가격 전략과 영업 활동을 직접 수행할 수 있으며, **판매 전략에 대한 주도권도 확보**할 수 있다. 또한 특정 제품에서 외부 파트너와 협업이 필요한 경우에도 자체 상업화 역량 기반 **협상력이 높아지고**, 필요 시 판매 전략을 보다 유연하게 조정할 수 있다는 점도 장점이다.

글로벌 주요 바이오시밀러 기업 포트폴리오 및 매출 비교



1. 바이오시밀러 연간 매출은 IQVIA Analytics 기준
 2. 인슐린 품목을 제외한 각 기업의 바이오시밀러 포트폴리오 제품 수
 3. 2023년과 2025년 당사가 출시한 바이오시밀러 제품 중 동일 분자(molecule)의 바이오시밀러를 유럽과 미국 시장에 출시한 제조사
 4. 글로벌 Top 3 기업은 2023년 연간 바이오시밀러 매출 20억 달러 이상, 2025년 40억 달러 이상 달성 기업
- 자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557.3	4,162.5	5,442.7	6,313.1	6,990.9
매출원가	1,875.6	1,695.5	1,976.8	2,265.5	2,525.1
매출총이익	1,681.7	2,467.0	3,465.9	4,047.6	4,465.8
판매비	1,189.7	1,298.6	1,589.1	1,811.7	2,006.2
영업이익	492.0	1,168.5	1,876.8	2,236.0	2,459.6
EBITDA	910.3	1,456.0	2,210.8	2,534.3	2,726.1
영업외손익	84.1	-14.8	110.9	129.1	154.6
이자수익	33.5	23.2	29.1	47.2	72.7
이자비용	75.6	75.5	111.9	111.9	111.9
외환관련이익	193.7	318.7	388.7	388.7	388.7
외환관련손실	49.9	142.0	177.0	177.0	177.0
종속 및 관계기업손익	-11.9	-13.5	-13.5	-13.5	-13.5
기타	-5.7	-125.7	-4.5	-4.4	-4.4
법인세차감이익	576.1	1,153.7	1,987.7	2,365.1	2,614.2
법인세비용	157.2	122.2	407.5	484.8	535.9
계속사업순손익	418.9	1,031.5	1,580.3	1,880.2	2,078.3
당기순이익	418.9	1,031.5	1,580.3	1,880.2	2,078.3
지배주주순이익	422.7	1,029.6	1,577.4	1,876.8	2,074.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	63.4	17.0	30.8	16.0	10.7
영업이익 증감율	-24.5	137.5	60.6	19.1	10.0
EBITDA 증감율	1.4	59.9	51.8	14.6	7.6
지배주주순이익의 증감율	-21.1	143.6	53.2	19.0	10.5
EPS 증감율	-46.6	148.8	53.6	19.0	10.5
매출총이익율(%)	47.3	59.3	63.7	64.1	63.9
영업이익율(%)	13.8	28.1	34.5	35.4	35.2
EBITDA Margin(%)	25.6	35.0	40.6	40.1	39.0
지배주주순이익율(%)	11.9	24.7	29.0	29.7	29.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	901.9	646.1	787.5	1,482.2	1,846.9
당기순이익	418.9	1,031.5	1,580.3	1,880.2	2,078.3
비현금항목의 가감	649.1	553.4	983.5	1,007.0	1,000.8
유형자산감가상각비	72.6	92.8	126.9	113.8	102.1
무형자산감가상각비	345.6	194.8	207.1	184.5	164.4
지분법평가손익	-28.6	-17.4	-13.5	-13.5	-13.5
기타	259.5	283.2	663.0	722.2	747.8
영업활동자산부채증감	-21.3	-495.0	-1,285.9	-855.6	-657.1
매출채권및기타채권의감소	-173.9	-344.2	-566.0	-384.8	-299.6
재고자산의감소	224.6	-135.0	-862.2	-586.3	-456.5
매입채무및기타채무의증가	-144.2	-149.2	69.6	59.3	55.6
기타	72.2	133.4	72.7	56.2	43.4
기타현금흐름	-144.8	-443.8	-490.4	-549.4	-575.1
투자활동 현금흐름	-169.4	-860.4	-544.7	-544.7	-544.7
유형자산의 취득	-135.1	-108.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-195.3	-223.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-37.7	-22.4	-11.7	-11.7	-11.7
단기금융자산의감소(증가)	46.4	26.1	0.0	0.0	0.0
기타	152.3	-532.9	-533.0	-533.0	-533.0
재무활동 현금흐름	-353.0	339.3	1,281.8	1,281.8	1,281.8
차입금의 증가(감소)	-69.2	-56.2	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	21.1	11.9	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-438.8	-908.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-103.6	-153.8	-164.0	-164.0	-164.0
기타	237.5	1,445.8	1,445.8	1,445.8	1,445.8
기타현금흐름	52.4	-2.2	-1,311.2	-1,311.2	-1,311.2
현금 및 현금성자산의 순증가	431.8	122.8	213.5	908.1	1,272.8
기초현금 및 현금성자산	564.6	996.4	1,119.2	1,332.7	2,240.8
기말현금 및 현금성자산	996.4	1,119.2	1,332.7	2,240.8	3,513.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,584.1	6,205.3	7,774.2	9,597.2	11,582.7
현금 및 현금성자산	996.4	1,119.2	1,332.7	2,240.8	3,513.6
단기금융자산	147.7	121.7	121.7	121.7	121.7
매출채권 및 기타채권	1,259.3	1,840.2	2,406.2	2,791.0	3,090.6
재고자산	2,765.9	2,803.5	3,665.7	4,251.9	4,708.4
기타유동자산	414.8	320.7	247.9	191.8	148.4
비유동자산	15,471.1	16,129.6	15,793.9	15,493.7	15,225.4
투자자산	161.0	169.9	168.0	166.2	164.3
유형자산	1,244.6	1,702.6	1,575.7	1,461.9	1,359.8
무형자산	13,701.6	13,778.3	13,571.2	13,386.7	13,222.3
기타비유동자산	363.9	478.8	479.0	478.9	479.0
자산총계	21,055.2	22,334.9	23,568.1	25,090.9	26,808.1
유동부채	3,187.1	4,453.8	4,523.4	4,582.7	4,638.2
매입채무 및 기타채무	550.2	628.9	698.5	757.8	813.3
단기금융부채	2,087.0	3,316.8	3,316.8	3,316.8	3,316.8
기타유동부채	549.9	508.1	508.1	508.1	508.1
비유동부채	288.0	528.6	528.6	528.6	528.6
장기금융부채	105.7	413.1	413.1	413.1	413.1
기타비유동부채	182.3	115.5	115.5	115.5	115.5
부채총계	3,475.2	4,982.4	5,052.0	5,111.2	5,166.8
지배지분	17,439.1	17,208.5	18,369.2	19,829.4	21,487.2
자본금	220.5	239.4	239.4	239.4	239.4
자본잉여금	14,827.6	14,215.3	14,215.3	14,215.3	14,215.3
기타자본	-1,916.0	-1,962.9	-1,962.9	-1,962.9	-1,962.9
기타포괄손익누계액	562.7	309.6	56.9	-195.8	-448.5
이익잉여금	3,744.3	4,407.1	5,820.6	7,533.4	9,444.0
비지배지분	140.9	144.1	146.9	150.3	154.1
자본총계	17,580.1	17,352.5	18,516.1	19,979.7	21,641.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,703	4,238	6,509	7,745	8,560
BPS	70,361	71,009	75,799	81,824	88,665
CFPS	4,303	6,523	10,579	11,914	12,706
DPS	800	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	101.1	40.7	30.9	26.0	23.5
PER(최고)	124.1	45.8	36.8		
PER(최저)	82.5	32.6	24.4		
PBR	2.45	2.43	2.65	2.46	2.27
PBR(최고)	3.00	2.73	3.16		
PBR(최저)	2.00	1.94	2.09		
PSR	12.01	10.07	8.95	7.72	6.97
PCFR	40.0	26.4	19.0	16.9	15.8
EV/EBITDA	46.0	30.5	22.2	19.0	17.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	36.7	15.9	10.4	8.7	7.9
배당수익률(%·보통주·현금)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	2.0	4.8	6.9	7.7	8.0
ROE	2.5	5.9	8.9	9.8	10.0
ROIC	1.1	4.8	7.5	8.6	9.2
매출채권회전율	3.2	2.7	2.6	2.4	2.4
재고자산회전율	1.2	1.5	1.7	1.6	1.6
부채비율	19.8	28.7	27.3	25.6	23.9
순차입금비용	6.0	14.3	12.3	6.8	0.4
이자보상배율·현금	6.5	15.5	16.8	20.0	22.0
총차입금	2,192.7	3,730.0	3,730.0	3,730.0	3,730.0
순차입금	1,048.5	2,489.1	2,275.7	1,367.6	94.7
EBITDA	910.3	1,456.0	2,210.8	2,534.3	2,726.1
FCF	275.8	364.7	540.1	1,220.3	1,564.8

유한양행(000100)



BUY(Maintain)

목표주가 110,000원

주가(8/18) 79,600원

제약/바이오 Analyst 허혜민

렉라자에 대한 기대감이 주가에서 상당 부분 반납된 가운데, 고마진 원료의약품 수주 확대가 구조적인 실적 개선을 뒷받침할 전망이다. 하반기 Rybrevant Faspro의 투여 편의성 개선이 렉라자 처방 증가로 이어지는 것이 확인될 경우 로열티 성장 기대가 재차 부각될 수 있다. 여기에 레시게르셉트 기술이전 성과까지 더해진다면 추가적인 주가 모멘텀이 기대된다. 이에 목표주가 11만원을 유지하며, Top pick으로 제시한다.

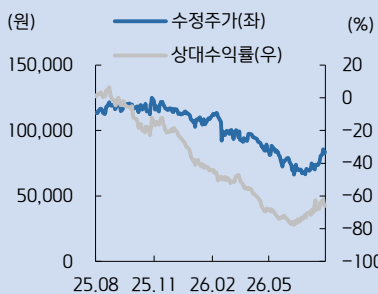
Stock Data

KOSDAQ (8/18)	6,869.83pt	
시가총액	63,399억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	125,000 원	66,400원
최고/최저가 대비 등락	-36.3%	19.9%
주가수익률	절대	상대
1M	12.4%	11.6%
6M	-26.8%	-41.4%
1Y	-30.0%	-67.6%

Company Data

발행주식수	79,648 천주
일평균 거래량(3M)	310천주
외국인 지분율	20.4%
배당수익률(26E)	0.7%
BPS(26E)	31,138원
주요 주주	유한재단 외 2 인
	16.0%

Price Trend



구조적 실적개선에 모멘텀 한스폰

>>> 고마진 원료와 로열티 증가 기대

아쉽게도 이번 ESMO에서도 mOS 데이터는 확인하기 어려울 전망이다. 환자의 수명 연장으로 인한 것으로 추후 사용 확대 근거 데이터가 될 수 있다. 올해 하반기부터는 Rybrevant Faspro 월 1회 + Lazcluze의 침투율이 상승하지 않는다면, 단순한 출시 초기 문제보다는 의사들이 OS benefit보다 타그리소의 편의성·안전성·축적된 사용경험을 더욱 중요시하는 구조적인 처방 저항 요인을 의심할 필요가 있다. 다만 동사의 주가는 렉라자 FDA 승인전(24.8월) 수준으로 회귀하며 렉라자에 대한 기대감은 사실상 대부분 반납한 상태로 판단한다. 반면, 실적은 구조적인 개선이 기대되는데, 중국 생물보안법 반사수혜 영향으로 유한화학이 상반기 2건의 대규모 공급계약을 체결하였고 하반기에도 원료 수주 소식이 이어질 것으로 기대한다.

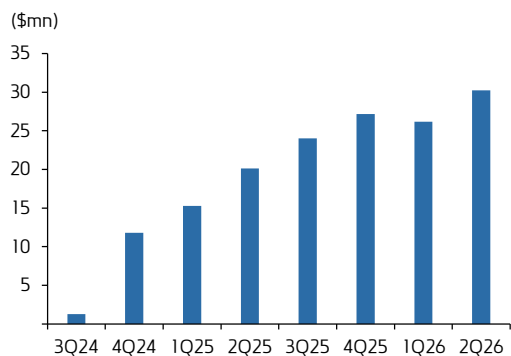
>>> 기술 이전 모멘텀: 알려지치료제

동사는 '18년 J&J에 렉라자 기술이전과 '19년 길리어드와 베링거인겔하임에 대규모 기술이전 한 이후 글로벌 빅파마 대상 대규모 신규 기술이전이 약 7년간 부재하였다. 현재 알려지치료제 레시게르셉트가 2상에 진입한 만큼 기술이전을 기대해볼 수 있는 시기가 도래한 것으로 판단된다. 특히 Next 졸레어 확보를 위해 '26.1월 GSK가 Ozureprubart(항IgE, 2b상)을 보유한 RAPT를 \$2.2bn에 인수, 노바티스 또한 EXL-111(항IGE, 1상) 보유한 Excellergy를 \$2bn에 확보하며 올해 IgE 타겟에 대한 글로벌 업계 관심도가 높아졌다.

(십억원, IFRS 연결)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,067.8	2,186.6	2,321.9	2,520.4	2,889.4
영업이익	54.9	104.4	131.9	206.0	309.9
EBITDA	117.9	173.5	210.3	273.3	367.8
세전이익	61.4	222.7	224.1	311.8	421.4
순이익	55.2	185.3	186.0	258.8	349.8
지배주주지분순이익	70.7	194.1	216.5	301.2	407.2
EPS(원)	869	2,389	2,668	3,712	5,018
증감률(% YoY)	-48.1	175.1	11.7	39.1	35.2
PER(배)	137.6	47.1	31.4	22.6	16.7
PBR(배)	4.63	3.95	2.69	2.40	2.09
EV/EBITDA(배)	82.7	52.7	31.1	22.8	16.1
영업이익률(%)	2.7	4.8	5.7	8.2	10.7
ROE(%)	3.4	8.8	9.0	11.2	13.4
순차입금비용(%)	-0.2	-0.8	-9.3	-17.6	-24.1

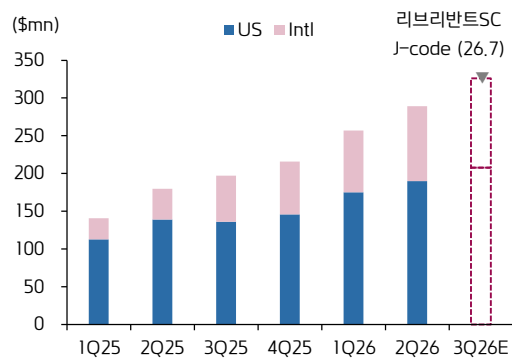
자료: 키움증권 리서치센터

J&J/유한양행의 렉라자 미국 처방액 추이



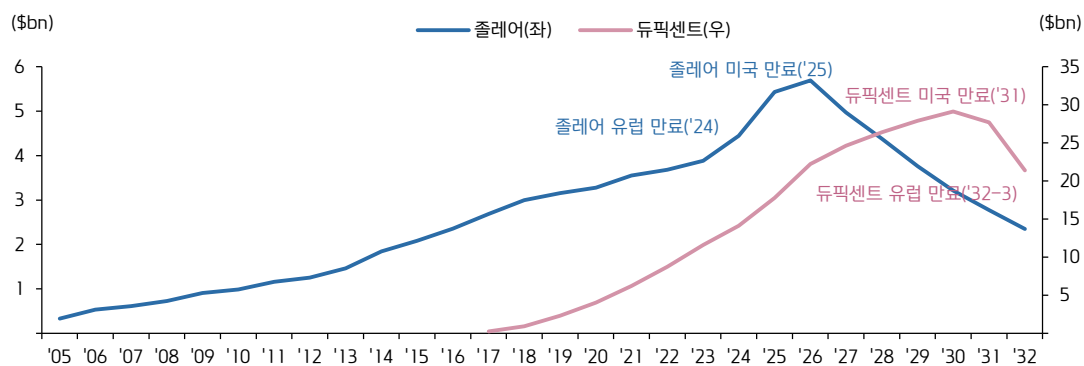
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

렉라자+리브리반트 매출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

졸레어, 듀픽센트 매출 추이와 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 알러지 치료제 기술 거래 및 M&A 현황

(\$mn)

매수자	매도자	일자	약물명	타깃	주요 적응증	당시 임상 단계	거래 유형	선금금	마일스톤
Cue Bio	Ascendant Health	26/4	CUE-221	IgE	음식 알러지, CSU 등	2상	중국 외 권리 이전	15	676.5
Novartis	Excellergy	26/3	EXL-111	IgE	음식 알러지, CSU 등	1상	M&A	900	1,100
GSK	RAPT	26/1	ozureprubart	IgE	음식 알러지, CSU 등	2b상	M&A	2,200	-
Sanofi	Blueprint	25/6	BLU-808	wild-type KIT	ClndU, CSU 등	1상	M&A/약물 다수 포함	9,100	400
Novartis	Kyorin	25/3	KRP-M223	MRGPRX2	CSU 등	전임상	글로벌 권리 이전	55	777.5
RAPT	Shanghai Jeyou	24/12	ozureprubart	IgE	음식 알러지, CSU(만성 특발성 두드러기) 등	1a/2상	중국 외 권리 이전	35	673
Incyte	Escient	24/4	INCB000262	MRGPRX2	ClndU(만성 유발성 두드러기), CSU	1/2상	M&A	750	-
Maruho	Evommune	23/9	EVO756	MRGPRX2	CSU 등	전임상	일본+ 주요 아시아 권리 이전	122	-
유한양행	지아이이노베이션	20/7	레스게르셉트	IgE	음식 알러지, CSU, AD, 알레르기성 천식	전임상	일본 외 글로벌 권리 이전	17	1,200

주: 지아이이노베이션 딜은 선금금 200억, 마일스톤 약 890억. 이후 매출 연동 수익 포함 약 1.3조원 규모, 스크리닝 기준 이전이나 국내 딜임을 감안해 포함. 일본 권리는 Maruho에 이전

주2: 물질 발굴 단계의 타깃 단위 거래, 아토피 등이 주 적응증인 거래 제외

자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

최근 3년 유한화학 수주 계약 공시

(단위: 억원)

일자	계약 종류	계약 금액	최근 매출액 대비 비율	계약 상대방	종료일
26/5/20	API 공급계약	2,102	9.61%	길리어드	27/12/31
26/5/6	심근병증 치료제 API 공급계약	560	2.56%	브릿지바이오 파마	28/3/1
25/8/27	HCV 치료제 API 공급계약	850	4.11%	길리어드	27/5/31
25/8/20	에이즈 치료제 API 공급계약	843	4.08%	길리어드	27/2/26
25/5/22	에이즈 치료제 API 공급계약	888	4.30%	길리어드	26/12/31
24/9/20	에이즈 치료제 API 공급계약	1,077	5.79%	길리어드	25/9/30

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억 원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	69,879	상위제약사 평균 Fw12M PER 적용
신약가치(YH35324)	6,783	알러지치료제 YH32324 성공확률 18%, 점유율 20% 가정
순차입금	-526	
유통주식수	73,616	
기업가치	77,188	
목표주가	110,000	

주: 상위제약사 셀트리온, SK바이오팜, 한미약품

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역

(단위,
십억원)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2026E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2027E
유한양행(별도)	509.6	614.0	569.6	541.5	2,234.7	566.1	644.4	638.3	583.1	2,431.9
유한화학	83.1	91.2	102.3	97.2	373.8	88.2	113.2	113.3	77.7	392.5
내부거래상계	-75.0	-74.6	-88.1	-83.2	-320.8	-76.8	-97	-97.3	-68.8	-339.9
연결 매출액	526.8	639.5	592.5	563.1	2,321.9	586.1	669.7	663.6	601.0	2,520.4
YoY	7%	10%	4%	3%	6%	11%	5%	12%	7%	9%
원가	377.4	411.5	384.4	354.6	1,527.9	411.1	441	417.2	351.4	1,620.8
원가율	72%	64%	65%	63%	66%	70%	66%	63%	58%	64%
판매비와 관리비 등	140.6	161.1	179.0	181.5	662.1	147.1	164.9	187.3	194.4	693.7
판매비율	27%	25%	30%	32%	29%	25%	25%	28%	32%	28%
영업이익	8.8	66.9	29.1	27.1	131.9	27.9	63.8	59.1	55.2	206.0
YoY	37%	34%	32%	4%	26%	216%	-5%	103%	104%	56%
OPM	2%	10%	5%	5%	6%	5%	10%	9%	9%	8%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,067.8	2,186.6	2,321.9	2,520.4	2,889.4
매출원가	1,378.4	1,456.7	1,527.9	1,620.8	1,786.8
매출총이익	689.4	729.9	794.0	899.7	1,102.5
판매비	634.5	625.5	662.1	693.7	792.7
영업이익	54.9	104.4	131.9	206.0	309.9
EBITDA	117.9	173.5	210.3	273.3	367.8
영업외손익	6.6	118.3	92.2	105.8	111.6
이자수익	8.6	8.2	12.9	18.5	24.2
이자비용	14.7	15.4	15.4	15.4	15.4
외환관련이익	23.1	16.2	15.7	15.7	15.7
외환관련손실	12.7	16.3	10.0	10.0	10.0
중속 및 관계기업손익	46.9	41.9	47.0	47.0	47.0
기타	-44.6	83.7	42.0	50.0	50.1
법인세차감이익	61.4	222.7	224.1	311.8	421.4
법인세비용	6.3	37.4	38.1	53.0	71.6
계속사업손익	55.2	185.3	186.0	258.8	349.8
당기순이익	55.2	185.3	186.0	258.8	349.8
지배주주순이익	70.7	194.1	216.5	301.2	407.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.2	5.7	6.2	8.5	14.6
영업이익 증감율	-3.7	90.2	26.3	56.2	50.4
EBITDA 증감율	16.2	47.2	21.2	30.0	34.6
지배주주순이익 증감율	-48.1	174.5	11.5	39.1	35.2
EPS 증감율	-48.1	175.1	11.7	39.1	35.2
매출총이익율(%)	33.3	33.4	34.2	35.7	38.2
영업이익율(%)	2.7	4.8	5.7	8.2	10.7
EBITDA Margin(%)	5.7	7.9	9.1	10.8	12.7
지배주주순이익율(%)	3.4	8.9	9.3	12.0	14.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	54.6	106.2	300.5	340.0	349.4
당기순이익	55.2	185.3	186.0	258.8	349.8
비현금항목의 가감	101.1	29.9	142.6	140.9	144.3
유형자산감가상각비	45.0	51.8	59.5	50.4	42.7
무형자산감가상각비	18.0	17.3	18.9	16.9	15.2
지분법평가손익	-123.7	-142.9	0.0	0.0	0.0
기타	161.8	103.7	64.2	73.6	86.4
영업활동자산부채증감	-124.4	-136.4	-43.6	-65.8	-137.9
매출채권및기타채권의감소	-48.2	-88.3	-44.2	-64.8	-120.5
채고자산의감소	-58.6	-33.5	-23.1	-33.8	-62.9
매입채무및기타채무의증가	-4.4	-0.3	19.3	24.9	39.2
기타	-13.2	-14.3	4.4	7.9	6.3
기타현금흐름	22.7	27.4	15.5	6.1	-6.8
투자활동 현금흐름	-117.4	-71.0	86.2	86.1	86.0
유형자산의 취득	-117.1	-99.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	4.3	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-16.8	-32.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	50.2	-27.3	-5.8	-5.8	-5.8
단기금융자산의감소(증가)	-1.5	-5.0	-1.5	-1.6	-1.6
기타	-36.5	93.5	93.5	93.5	93.4
재무활동 현금흐름	65.8	8.0	-46.4	-46.4	-46.4
차입금의 증가(감소)	90.5	34.2	0.0	0.0	0.0
자본금·자본이익금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	12.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.1	-37.5	-44.9	-44.9	-44.9
기타	9.9	-1.6	-1.5	-1.5	-1.5
기타현금흐름	4.1	-1.2	-123.2	-123.2	-123.2
현금 및 현금성자산의 순증가	7.2	42.1	217.1	256.5	265.9
기초현금 및 현금성자산	299.3	306.5	348.6	565.6	822.1
기말현금 및 현금성자산	306.5	348.6	565.6	822.1	1,088.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,360.3	1,511.6	1,787.2	2,135.9	2,580.5
현금 및 현금성자산	306.5	348.6	565.6	822.1	1,088.0
단기금융자산	24.8	29.8	31.3	32.8	34.5
매출채권 및 기타채권	626.1	713.9	758.1	822.9	943.4
채고자산	343.2	372.8	395.8	429.7	492.6
기타유동자산	59.7	46.5	36.4	28.4	22.0
비유동자산	1,581.8	1,709.3	1,636.7	1,575.1	1,523.0
투자자산	521.4	548.7	554.5	560.3	566.1
유형자산	598.1	638.7	579.2	528.7	486.0
무형자산	284.8	299.7	280.9	263.9	248.7
기타비유동자산	177.5	222.2	222.1	222.2	222.2
자산총계	2,942.0	3,220.9	3,423.8	3,711.0	4,103.5
유동부채	619.1	733.6	752.9	777.8	817.0
매입채무 및 기타채무	299.8	306.9	326.2	351.2	390.4
단기금융부채	186.6	273.2	273.2	273.2	273.2
기타유동부채	132.7	153.5	153.5	153.4	153.4
비유동부채	172.2	125.1	119.2	119.2	119.2
장기금융부채	139.5	86.7	86.7	86.7	86.7
기타비유동부채	32.7	38.4	32.5	32.5	32.5
부채총계	791.4	858.6	872.0	897.0	936.2
자본지분	2,100.5	2,306.8	2,526.9	2,831.5	3,242.2
자본금	81.4	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	122.6	145.3	145.3	145.3	145.3
기타자본	-219.5	-231.3	-231.3	-231.3	-231.3
기타포괄손익누계액	106.1	122.9	171.3	219.7	268.0
이익잉여금	2,010.0	2,188.5	2,360.1	2,616.5	2,978.8
비자본지분	50.1	55.4	24.9	-17.5	-74.9
자본총계	2,150.7	2,362.3	2,551.8	2,814.0	3,167.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	869	2,389	2,668	3,712	5,018
BPS	25,808	28,427	31,138	34,893	39,953
CFPS	1,920	2,649	4,049	4,925	6,089
DPS	500	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	137.6	47.1	31.4	22.6	16.7
PER(최고)	192.2	58.9	43.4		
PER(최저)	66.2	42.0	24.4		
PBR	4.63	3.95	2.69	2.40	2.09
PBR(최고)	6.47	4.95	3.72		
PBR(최저)	2.23	3.53	2.09		
PSR	4.70	4.18	2.93	2.69	2.35
PCFR	62.2	42.4	20.7	17.0	13.7
EV/EBITDA	82.7	52.7	31.1	22.8	16.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	66.9	23.8	23.7	17.1	12.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
ROA	1.9	6.0	5.6	7.3	9.0
ROE	3.4	8.8	9.0	11.2	13.4
ROIC	2.0	5.8	6.4	10.1	14.9
매출채권회전율	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3
채고자산회전율	6.6	6.1	6.0	6.1	6.3
부채비율	36.8	36.3	34.2	31.9	29.6
순차입금비용	-0.2	-0.8	-9.3	-17.6	-24.1
이자보상배율, 현금	3.7	6.8	8.6	13.4	20.1
총차입금	326.1	359.9	359.9	359.9	359.9
순차입금	-5.2	-18.5	-237.0	-495.1	-762.6
EBITDA	117.9	173.5	210.3	273.3	367.8
FCF	-161.2	-104.2	144.3	172.6	177.2



BUY(Maintain)

목표주가 80,000원

주가(8/18) 58,700원

제약/바이오 Analyst 허혜민

IMVT-1402는 올해 하반기 RA와 CLE 임상 결과를 통해 적응증 확장 가능성을 확인하고, '27년에는 GD와 MG 임상 결과를 통해 실제 허가 가능성을 확인하는 단계로 진입할 전망이다. 특히, GD·RA 등 경쟁이 상대적으로 낮은 적응증에서 차별화를 입증할 경우 글로벌 블록버스터로 성장할 가능성이 높다. '28~'29년 첫 상업화를 시작으로 로열티가 유입되며 기업가치가 리레이팅될 것으로 기대한다. 이에 따라 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 8만원으로 커버리지를 개시한다.

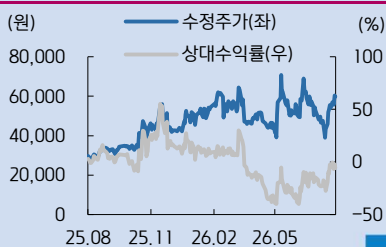
Stock Data

KOSPI (8/18)	6,869.83pt	
시가총액	30,665억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	70,700 원	28,200원
최고/최저가 대비 등락	-17.0%	108.2%
주가수익률	절대	상대
1M	11.2%	10.4%
6M	7.7%	-13.7%
1Y	97.6%	-8.6%

Company Data

발행주식수	52,241 천주
일평균 거래량(3M)	547천주
외국인 지분율	3.6%
배당수익률(26E)	0.0%
BPS(26E)	3,130원
주요 주주	대웅제약 외 3 인
	31.3%

Price Trend



임상에서 로열티로, 머지 않았다.

>>> 올해 하반기, 차별화를 확인하는 기점

동사가 Immunovant에 기술이전한 Imeroprubart(IMVT-1402)는 현재 6개 적응증에서 글로벌 임상을 진행 중이다. 올해하반기에는 난치성 류마티스관절염(RA) 2b상 추가 탐라인과 피부 홍반성 루푸스(CLE) 2상 PoC 결과가 예정돼 있어, IMVT-1402의 적응증 확장과 차별화 가능성을 확인하는 중요한 시기가 될 전망이다. RA 임상은 지난 5월 초기 효능이 좋았음에도 임상 설계 특성상 주평가지표의 통계적 유의성 확보가 쉽지 않을 수 있다. 따라서 주평가지표를 달성하지 못하더라도 CDAI·SDAI 등 부평가지표에서 일관된 효능과 용량 반응성을 확인하는 것이 중요하다.

>>> '27년 허가 가능성 확인

'27년에는 투자포인트가 임상적 차별화에서 실제 허가 가능성으로 이동하게 된다. GD에서 임상 결과가 예정돼 있어 긍정적인 경우 허가 신청 가능하다. MG 임상 결과도 예정되어 있어 성공시 '29년 전후로 상업화 가능하다. '27년 허가 가능성 확인 → '28~'29년 첫 상업화 → 이후 로열티 유입으로 이어지는 기업가치 변화가 기대된다.

>>> TNF 후발도 블록버스터가 되었다.

FcRn 후발주자라는 사실보다 중요한 것은 적응증별 경쟁력이다. TNF 시장에서도 초기 제품 이후 출시된 Humira가 시장을 주도한 사례가 있다. IMVT-1402 역시 GD·RA 등 경쟁이 상대적으로 덜한 적응증을 선점하고, IgG 감소와 SC 투여 편의성 등 차별화를 입증한다면 글로벌 블록버스터로 성장할 가능성이 있다고 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	138.9	155.2	166.9	182.1	190.8
영업이익	0.2	-0.9	5.9	2.6	2.7
EBITDA	3.4	2.6	9.4	5.4	5.1
세전이익	-0.2	-6.2	2.7	1.4	1.5
순이익	-1.8	-5.6	2.5	1.2	1.4
지배주주지분순이익	-1.8	-5.6	2.5	1.2	1.4
EPS(원)	-35	-106	47	24	27
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	-49.2	11.6
PER(배)	-	-	1,268.8	2,500.0	2,239.2
PBR(배)	11.99	14.14	19.07	19.00	18.91
EV/EBITDA(배)	595.6	866.7	332.6	576.5	617.5
영업이익률(%)	0.1	-0.6	3.5	1.4	1.4
ROE(%)	-1.0	-3.4	1.5	0.8	0.8
순차입금비용(%)	-13.8	4.4	3.1	3.2	1.7

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
비영업가치	41,680	
IMVT-1402	41,680	항 FcRN 신규 버전
GD	23,005	'29 년 승인, 성공확률 65%, 점유율 7%
RA	12,162	'31 년 승인, 성공확률 31%, 점유율 15%
MG	6,514	'30 년 승인, 성공확률 65%, 점유율 7%
순차입금	3,425	
유통주식수	50,858	
기업가치	38,255	
목표주가	80,000	

주: rNPV 방식으로 산정. 환율 1,400원, 세율 22%, WACC 8%, 영구성장율 -1%, 순매출액은 매출액의 85% 가정
 자료: 키움증권 리서치센터

예상 모멘텀 일정

시점	적응증	예상 이벤트
2026 년 하반기	RA	Period 2 2b 상 결과, 후기 개발 전략
	CLE	2 상 PoC Topline
2027 년	GD	2 개의 potentially registrational 임상 결과
	MG	potentially registrational 3 상 결과
2028 년	CIDP·Sjögren	등록임상 탑라인 데이터 확보 예정

자료: Immunovant, 한올바이오파마, 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

치료영역	약물명	적응증	전임상	1상	PoC	확증 임상	BLA/NDA	파트너
면역질환	바토클리맵	중증근무력증(MG)						이뮤노반트, 하버바이오메드
	아이메로프루바트 (IMVT-1402)	그레이브스병(GD)						이뮤노반트
		류마티스 관절염 (ACPA + D2T RA)						이뮤노반트
		중증근무력증(MG)						이뮤노반트
		만성 염증성 다발성 신경병증 (CIDP)						이뮤노반트
		쇼그렌증후군(SjD)						이뮤노반트
		피부 홍반성 루푸스(CLE)						이뮤노반트
안질환	Tanfanercept (HL036)	안구건조증(DED)						대웅제약, 하버바이오메드
뇌질환	HL192	파킨슨병(PD)						뉴론, 대웅제약

주: 파란색 음영은 미국, 캐나다 임상, 분홍색은 중국 임상임
 자료: 한올바이오파마, 키움증권 리서치센터

>>> 2026년 하반기 주요 모멘텀 (1): RA 2b상 탑라인

주평가지표 미충족 가능성도 열어둬야..

올해 하반기 Imeroprubart(IMVT-1402) 류마티스 관절염(RA) 2b상 결과를 발표할 것으로 예상된다. 이미 지난 5월 난치성 류마티스관절염(D2T RA) 환자 대상으로 2b상의 Open-label Period 1의 긍정적인 초기 결과를 확인하였다. 16주 시점에서 ACR20* 72.7%, ACR50 54.5%, ACR70 35.8%를 기록한 바 있다 (N=165).

*ACR은 American College of Rheumatology Response Criteria의 약자로 류마티스관절염 치료 효과를 평가하는 대표적인 지표다. ACR20은 증상이 20% 이상 개선된 것을 의미.

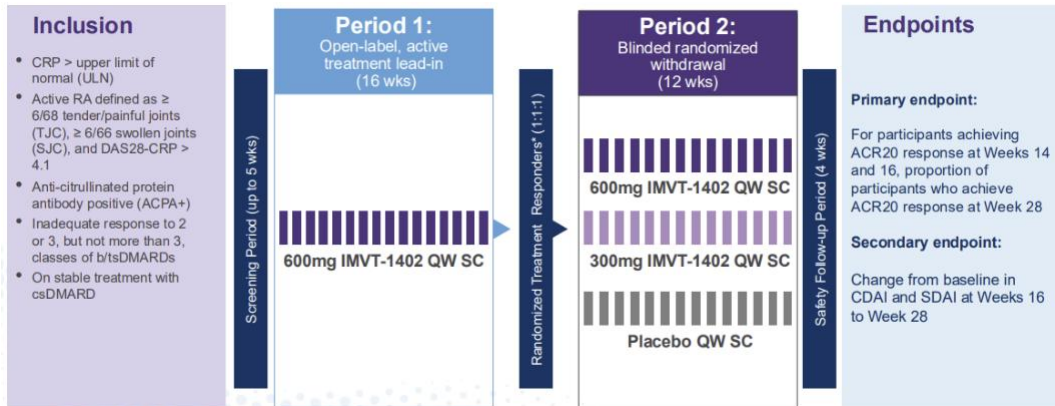
최소 2개 이상의 치료 기전(TNF inhibitor, JAK inhibitor 등)에 실패한 난치성 류마티스관절염 환자군(Difficult-to-Treat RA)에서 긍정적인 결과를 확인하였는데, 일반 RA보다 치료가 훨씬 어려운 환자군임에도 ACR50이 50% 넘었다. 당일(5/20일) 이뮤노반트의 주가는 +36% 상승하였고, 시가총액은 \$1.9bn(약 2.7조원) 증가하였다. 한올바이오의 주가도(5/21일) 약 +30% 상승해 상한가를 기록하였으며, 시가총액은 약 6,112억원 증가하였다.

다만, 지난 5월 발표한 데이터는 위약 비교가 아니므로 통계적 유의성을 확인한 것이 아니다. 이번 하반기에 추가 업데이트 탑라인 발표가 예정되어 있으며, 위약군과 비교 및 통계적 유의성을 확인하게 된다. 지난 5월 발표한 Period 1은 첫 16주 동안 위약군 없이 모든 환자가 Imeroprubart(IMVT-1402)를 주 1회 피하주사하였다. 이후 14주와 16주 모두 ACR20을 달성한 환자만 다음 단계로 진입한다.

하반기에 발표될 탑라인은 Week 28 ACR20 유지율이다. Imeroprubart(IMVT-1402)로 유도된 반응이 약물 지속투여에 의해 유지되는지, 약을 중단하면 반응이 소실되는지를 확인하고자 하는 것이다. 다만, Period 1의 높은 반응률이 오히려 Period 2 결과 예측의 불확실성을 높였다. IMVT-1402 투여군에서 위약으로 바뀌도 효과가 바로 사라지지 않고 일정 기간 지속될 수 있기 때문이다. 초기 반응률이 높았던 만큼, 위약 전환 이후에도 반응이 일정 기간 유지될 경우 600mg 지속군과 위약군 간 격차가 충분히 벌어지지 않아 통계적 유의성 확보가 오히려 어려워질 수 있다.

실제로 batoclimab의 Graves' disease 임상에서는 24주 투약 종료 후 6개월 시점에도 일부 환자에서 치료효과가 유지된 바 있어, FcRn 억제 이후 임상효과가 일정 기간 지속될 가능성을 배제할 수 없다. 다만 질환과 평가변수가 다른 만큼 RA에 직접 대입하기는 어렵다.

아이메로프루바트(Imeroprubart, IMVT-1402) 난치성 류마티스 관절염(RA) 등록임상 디자인



자료: Immunovant, 한울바이오파마, 키움증권 리서치센터

아이메로프루바트(Imeroprubart, IMVT-1402) 난치성 류마티스 관절염(RA)의 Period 1과 Period 2

구분	Period 1: 반응 확인	Period 2: 효과 검증
목적	1402에 반응하는 환자 선별 + 초기 효능 확인	반응이 1402 지속투여 시 반응 유지 + 약물 중단 시 반응 소실 검증
환자	등록된 난치성 RA 환자 전체	Period 1에서 ACR20 반응을 보인 환자
선별 조건	ACPA+, 활성 RA, advanced therapy 2~3 개 이전 실패	14 주와 16 주 모두 ACR20 달성자
치료 기간	Week 0~16 (16 주)	Week 16~28 (12 주)
투여	600mg QW SC	① 600mg ② 300mg ③ 위약
대조군	없음	있음: Placebo
무작위 배정	없음	1:1:1 무작위 배정
눈가림	Open-label	Blinded randomized withdrawal
주요 평가	초기 효능 평가	Week 28 ACR20 유지율
Primary	-	Week 14·16 ACR20 반응자 중 Week 28에도 ACR20을 유지한 비율
Secondary	-	Week 16~28 CDAI·SDAI 변화
주요 비교	투여 전 대비 개선	600mg·300mg 지속군 vs 위약 전환군
부평가지표	-	CDAI·SDAI의 16→28 주 변화 등
데이터 공개	2026년 5월 초기 발표	2026년 하반기 예정
결과	ACR20 72.7%, ACR50 54.5%, ACR70 35.8%	-

주: CDAI(Clinical Disease Activity Index, 임상적 질병 활성도)·SDAI(Simplified Disease Activity Index, 간소화 질병 활성도)는 마티스관절염(RA)의 전체적인 질병 활성도(disease activity)를 점수화하는 지표

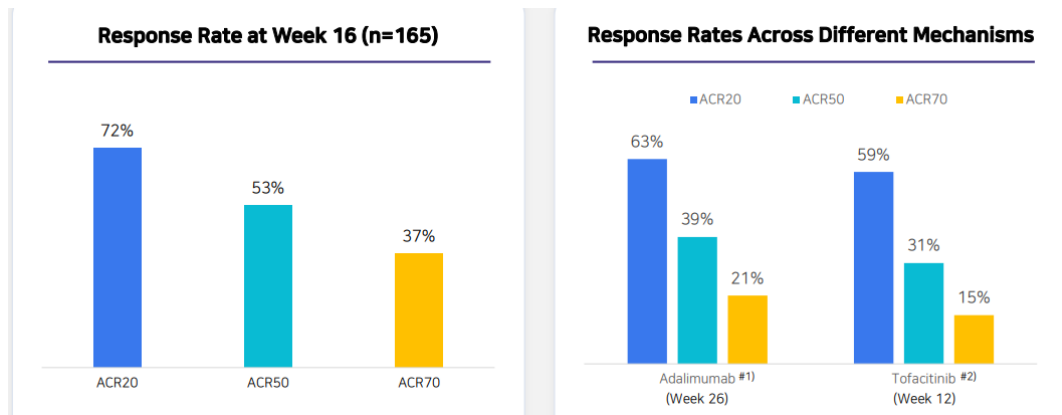
자료: Immunovant, 한울바이오파마, 키움증권 리서치센터

하반기 발표에서는 600mg 지속투여군과 위약 전환군의 Week 28 ACR20 유지율 차이를 살펴보는 것이 가장 중요하며, 300mg에서도 효과가 유지하는지 확인할 필요가 있다. 주평가지표에서 통계적으로 유의성을 확보하고, 600mg > 300mg > 위약의 용량 반응 관계까지 확인된다면 Best 시나리오라고 볼 수 있다.

반면 주평가지표인 Week 28 ACR20 유지율에서 통계적 유의성을 확보하지 못하더라도, CDAI-SDAI 등 부평가지표와 환자별 분석에서 600mg 투여군의 일관된 치료효과가 확인된다면 FDA 협의를 거쳐 추가 임상 개발을 이어갈 가능성이 있다.

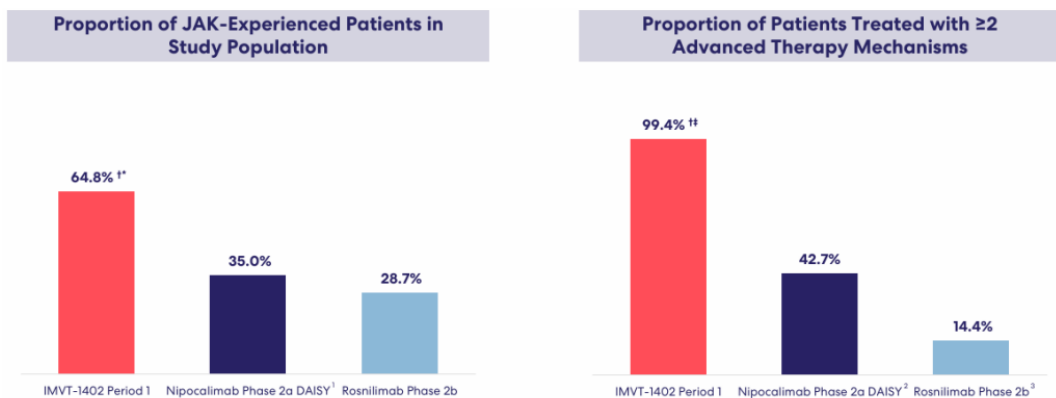
RA는 자가면역질환 중 시장 규모가 큰 적응증으로 이번 결과는 IMVT-1402의 추가 업사이드를 결정할 중요 이벤트다. 현재 난치성 RA에서 임상 개발을 적극 진행 중인 FcRn 후보로는 IMVT-1402가 사실상 유일하다. J&J는 nipocalimab의 RA 2a상에서 수치상 효능 및 기전적 가능성을 확인한 후 anti-TNF 병용 개발로 확장했으나, 후속 2a상에서 충분한 추가 효과를 확인하지 못해 RA 개발을 중단했다. 최근 Roivant 실적 컨퍼런스콜에서 2026년 하반기 RA 업데이트 시 임상 결과뿐 아니라 FDA 협의와 후속 개발 전략까지 함께 공개할 가능성을 언급했다.

아이메로프루바트 D2T RA, Week16 결과



자료: 한올바이오파마, 키움증권 리서치센터

아이메로프루바트 D2T RA - 다수의 기전 치료에 실패한 극난치성 환자 대상 임상



Figures represent cross-study comparisons and not head-to-head studies. Differences exist between study designs and subject characteristics, and caution should be exercised when comparing data across studies.

자료: 한올바이오파마, 키움증권 리서치센터

>>> 2026년 하반기 주요 모멘텀 (2): CLE 2상 PoC 공개

Immunovant는 올해 하반기 Imeroprubart(IMVT-1402)의 피부 홍반성 루푸스(CLE) 2b상 PoC 결과를 발표할 예정이다. 앞서 초기 환자 2명에서 긍정적인 치료 반응을 확인한 바 있다. CLASI(Cutaneous Lupus Erythematosus Disease Area and Severity Index)는 피부 루푸스의 질병 활성도를 평가하는 지표로 점수가 높을수록 피부 병변이 심하다는 의미다. 환자 1에서는 12주 투여 후 CLASI-A가 36에서 13으로 60% 이상 감소했으며, 총 IgG도 약 78% 감소하였다. 환자 2에서도 CLASI-A가 18에서 8로 감소해 50% 이상의 개선을 확인하였다.

이번 하반기에는 약 56명 규모의 2상 PoC 결과가 발표될 예정이다. 환자를 IMVT-1402 600mg 주 1회 피하주사군과 위약군으로 1:1 무작위 배정해 12주간 비교하며, 주평가지표는 12주 시점의 기저치 대비 CLASI-A 변화율이다. CLASI-50 및 CLASI-70 등 피부 병변 개선 정도도 함께 확인할 예정이다. 앞선 환자 2명의 결과는 대조군이 없는 초기 사례였던 만큼, 이번 임상에서는 CLASI-A 감소율이 위약 대비 통계적으로 유의한지와 CLASI-50 등에서도 일관된 치료효과가 나타나는지가 중요하다.

FcRn 억제 기전은 루푸스에서도 이미 임상적 가능성을 확인했다. J&J는 nipocalimab의 전신홍반루푸스(SLE) 대상 JASMINE 2b상에서 1차 평가지표를 달성한 후 3상 개발에 진입하였다. SLE와 CLE가 동일한 질환은 아니지만, 루푸스 계열 질환에서 FcRn 억제제의 임상적 PoC가 확인됐다는 점은 IMVT-1402의 기전적 근거를 보강한다.

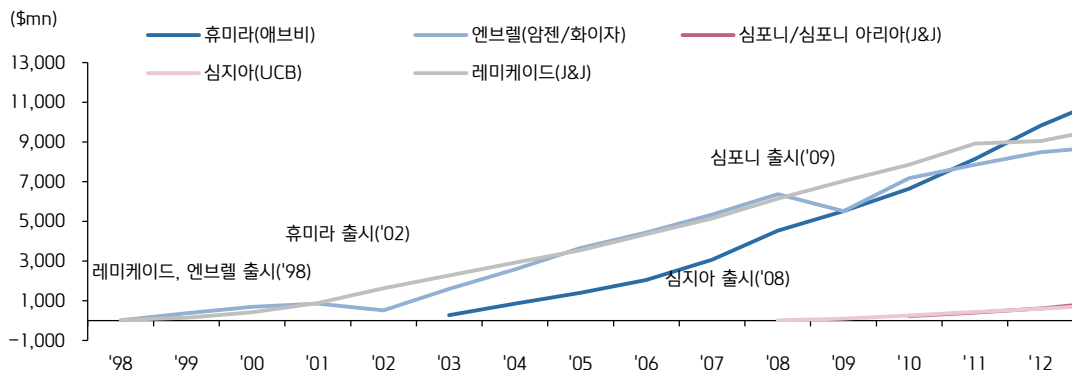
다만 CLE 결과의 중요도는 RA나 GD 대비 상대적으로 낮게 볼 필요가 있다. Roivant는 최근 실적 컨퍼런스콜에서 CLE를 하반기 예정된 임상 이벤트 가운데 “probably the smallest of these”라고 표현했으며, 작은 규모의 탐색적 PoC를 통해 치료효과와 경쟁력을 확인한 뒤 후속 개발 여부를 결정하겠다는 입장을 밝혔다. CLE는 경쟁 파이프라인도 다수 존재하는 만큼, 단순히 통계적 유의성을 확보하는 것뿐만 아니라 향후 경쟁 약물과 비교해 개발을 지속할 만한 충분한 효과 크기를 보여주는지가 중요할 것으로 보인다. 따라서 현재 CLE는 IMVT-1402 신약가치의 핵심 적응증이라기보다 성공할 경우 적응증 확장과 추가적인 신약가치 상승을 기대할 수 있는 업사이드 옵션으로 판단한다.

>>> TNF가 보여준 multi-blockbuster 시장

TNF 억제제 시장은 동일 기전 내 복수의 제품이 동시에 블록버스터로 성장할 수 있음을 보여준 대표적인 사례다. 최초의 TNF 억제제인 Remicade(infliximab)는 1998년 미국 FDA 승인을 받았고, 같은 해 Enbrel이 뒤이어 출시됐다. 이후 Humira, Cimzia, Simponi 등 다수의 TNF 억제제가 시장에 진입했다. 그럼에도 **퍼스트무버가 시장을 독식하지 않았으며**, 2010년 기준 Remicade·Humira·Enbrel은 면역조절제 시장의 40%를 차지할 정도로 **각각 대형 제품으로 성장했다**. Humira는 이후 연매출 \$20bn을 넘어 세계 최대 블록버스터 중 하나가 됐다.

이는 자가면역질환 시장에서는 단순히 동일 기전의 선발·후발 여부보다 적응증 범위, 효능과 안전성, 투여 편의성, 환자 접근성, 의료진 사용 경험에 따라 복수의 제품이 동시에 시장을 형성할 수 있음을 의미한다. 특히 TNF 억제제는 RA에서 시작해 건선성 관절염, 강직성 척추염, 건선, 크론병, 궤양성대장염 등으로 적응증을 확장하며 각 제품이 서로 다른 강점을 기반으로 대형 프랜차이즈를 구축했다.

TNF 알파 제제들의 출시 시점과 매출 추이



자료: Bloomberg, Cortellis, 키움증권 리서치센터

FcRn 시장도 유사한 방향으로 전개될 가능성이 있다. 현재 **Argenx의 Vyvgart가 FcRn 시장을 선도**하고 있지만, 이후 **UCB의 Rystiggo와 J&J의 Imaavy(nipocalimab)**가 gMG에서 허가되면서 이미 복수의 제품 경쟁 구조가 형성되고 있다. Vyvgart는 2025년 매출 \$4.2bn을 기록했고, 후발 FcRn 제품들도 적응증 확대를 통해 시장 진입을 추진하고 있어 FcRn 시장 자체가 하나의 제품이 독점하는 구조보다는 **적응증별로 복수 제품이 공존하는 대형 자가면역질환 시장으로 확대될 가능성**이 높다.

따라서 IMVT-1402가 FcRn 후발주자라는 사실 자체 보다 후발주자로서 얼마나 차별화된 프로파일을 보여줄 수 있는가가 중요하다. IMVT-1402는 높은 IgG 감소와 동시에 albumin 감소 및 LDL 상승을 최소화하도록 설계됐으며, **피하주사 기반의 자가투여** 가능성도 개발 초기부터 차별화 포인트로 제시돼 왔다.

특히 IMVT-1402의 전략은 Vyvgart와 동일한 적응증만 추격하는 것이 아니라, **Graves' disease, RA, CLE 등 FcRn 기전이 아직 충분히 검증되지 않았거나 경쟁이 상대적으로 덜한 적응증을 먼저 개척**하는 방향이라는 점에서 의미가 있다. 최근 난치성 RA에서 확인된 초기 효능은 이러한 전략의 가능성을 처음 보여준 사례로 볼 수 있다.

결국 FcRn 시장에서의 경쟁력은 First-in-Class 여부보다 **적응증별 Best-in-Class가 될 수 있는지가 더 중요**할 전망이다. TNF 시장에서 Remicade 이후 Humira와 Enbrel이 각각 대형 블록버스터로 성장했던 것처럼, FcRn 역시 시장 규모가 확대될수록 선발 약물 하나가 모든 적응증을 독점하기보다는 효능·안전성·투여 편의성과 적응증별 임상 데이터에 따라 복수의 블록버스터가 등장할 가능성이 있다. **IMVT-1402 역시 향후 Graves' disease와 MG뿐 아니라 RA에서 차별화**된 임상 성과를 입증한다면, 후발주자라는 한계를 넘어 독자적인 FcRn 프랜차이즈를 구축할 여지가 있다고 판단한다.

FcRn 개발사 현황

	사명	핵심 약물명	적응증	임상 단계
국내	한올바이오파마	Imeroprubart	그레이브스병(GD)	3상
			중증근무력증(gMG)	3상
			쇼그렌증후군(SjD)	3상
			CIDP(만성 염증성 탈수초성 다발신경병증)	3상
			난치성 류마티스 관절염(D2T RA)	2b상
			피부홍반루푸스(CLE)	2b상
	셀트리온	CT-P77	-	전임상, 2027년 초 IND 예정
해외	ArgenX	ARGX-213	-	1상 완료
		ARGX-214	-	1상
	Immunovant	한올바이오파마와 동일		
	J&J	IMAAVY	wAIHA, SLE, SjD, CIDP, HDFN, FNAIT 등	온난형 자가면역 용혈성 빈혈(wAIHA) - 2/3상 성공, FDA 허가신청 전신홍반루푸스(SLE) - 3상 쇼그렌(SjD) - 후기 단계 CIDP - 3상 등
	UCB	RYSTIGGO	gMG 승인, OMG, MOGAD, 소아 gMG 등	MOG 항체 연관 질환(MOGAD) - 3상 안구형 중증근무력증(OMG) - 3상 소아 gMG - 3상
	Viridian	VRDN-006	-	1상 완료
		VRDN-008	-	1상
	CSPC	Batoclimab	gMG	3상 완료 후 중국 BLA 단계
	Staidson	STSA-1301	ITP	1b/2상

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

한올바이오파마의 FcRn 프랜차이즈 적응증별 전략 현황

MARKET OPPORTUNITY	GD	D2T RA	CLE	SjD	MG	CIDP
	First-in-Class			Best-in-Class	Best-in-Class & Upside	

자료: 한올바이오파마, 키움증권 리서치센터

항FcRN 타겟 치료제 적응증 현황

적응증	이뮤노반트/한울	아제닉스	J&J	UCB
그레이브스 병(GD)	●	●		
류마티스 관절염(RA)	●		●	
전신 중증 근무력증(gMG)	●	●	●	●
만성 염증성 탈수초성 다발신경병증(CIDP)	●	●	●	●
감상선 안병증(TED)	●	●		
쇼그렌 증후군(SjD)	●	●	●	
피부 홍반루푸스(CLE)	●			
면역성 혈소판감소증(ITP)		●		●
면역매개 과사성 근병증(IMNM)		●	●	
항합성효소 증후군(ASyS)		●		
당뇨병(DM)		●		
루푸스 신염(LN)		●		
전신경화증(SSc)		●		
항균제 내성(AMR)		●		
혈청음성 중증근무력증(SNMG)		●		
안구형 중증근무력증(OMG)		●		
자가면역성 뇌염(AE)		●		
수포성 유천포창(BP)		●		
심상성 천포창(PV)		●		
전신홍반루푸스(SLE)			●	
온난형 자가면역 용혈성 빈혈(wAIHA)			●	
태아/신생아 동종면역 혈소판감소증(FNAIT)			●	
태아/신생아 용혈성 질환(HDFN)			●	
MOG 항체 연관 질환(MOGAD)				●
중증 섬유근육통 증후군(FMS)				●

주: 파란색은 현재 진행 중, 분홍색은 개발 중단된 적응증
자료: 한올바이오파마, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	138.9	155.2	166.9	182.1	190.8
매출원가	65.6	74.3	77.7	88.5	92.7
매출총이익	73.3	80.9	89.2	93.5	98.0
판매비	73.1	81.8	83.3	91.0	95.3
영업이익	0.2	-0.9	5.9	2.6	2.7
EBITDA	3.4	2.6	9.4	5.4	5.1
영업외손익	-0.4	-5.3	-3.2	-1.2	-1.2
이자수익	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
외환관련손실	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
중속 및 관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-0.2	-5.4	-3.1	-1.1	-1.1
법인세차감전이익	-0.2	-6.2	2.7	1.4	1.5
법인세비용	1.6	-0.6	0.3	0.1	0.2
계속사업손익	-1.8	-5.6	2.5	1.2	1.4
당기순이익	-1.8	-5.6	2.5	1.2	1.4
지배주주순이익	-1.8	-5.6	2.5	1.2	1.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.0	11.7	7.5	9.1	4.8
영업이익 증감율	-91.0	-550.0	-755.6	-55.9	3.8
EBITDA 증감율	-37.7	-23.5	261.5	-42.6	-5.6
지배주주순이익 증감율	-151.3	211.1	-144.6	-52.0	16.7
EPS 증감율	적전	적지	흑전	-49.2	11.6
매출총이익률(%)	52.8	52.1	53.4	51.3	51.4
영업이익률(%)	0.1	-0.6	3.5	1.4	1.4
EBITDA Margin(%)	2.4	1.7	5.6	3.0	2.7
지배주주순이익률(%)	-1.3	-3.6	1.5	0.7	0.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	9.4	-2.3	14.2	11.9	14.7
당기순이익	-1.8	-5.6	2.5	1.2	1.4
비현금항목의 가감	8.0	12.3	12.0	11.3	10.8
유형자산감가상각비	2.9	3.2	3.0	2.4	1.9
무형자산감가상각비	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
지분법평가손익	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
기타	5.0	8.9	8.6	8.5	8.5
영업활동자산부채증감	3.5	-9.5	-0.4	-0.8	2.3
매출채권및기타채권의감소	2.4	1.2	-1.5	-1.9	-1.1
재고자산의감소	-5.7	-2.2	-2.9	-3.7	-2.1
매입채무및기타채무의증가	-0.1	-2.5	3.8	4.6	5.4
기타	6.9	-6.0	0.2	0.2	0.1
기타현금흐름	-0.3	0.5	0.1	0.2	0.2
투자활동 현금흐름	-27.5	-18.8	-16.1	-16.2	-16.2
유형자산의 취득	-1.6	-0.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-21.4	-13.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	15.0	0.3	-3.0	-3.0	-3.0
단기금융자산의감소(증가)	14.5	8.2	0.1	0.0	0.0
기타	-34.0	-13.2	-13.2	-13.2	-13.2
재무활동 현금흐름	0.8	29.6	1.9	1.9	1.9
차입금의 증가(감소)	0.0	30.9	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-3.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	1.9	1.9	1.9	1.9
기타현금흐름	0.0	0.0	2.2	2.1	2.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-17.3	8.4	2.1	-0.3	2.6
기초현금 및 현금성자산	33.7	16.4	24.7	26.9	26.6
기말현금 및 현금성자산	16.4	24.7	26.9	26.6	29.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	85.4	84.9	91.1	96.3	101.9
현금 및 현금성자산	16.4	24.7	26.8	26.6	29.1
단기금융자산	8.3	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	20.1	19.3	20.7	22.6	23.7
재고자산	37.7	38.1	41.0	44.7	46.9
기타유동자산	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2
비유동자산	127.5	140.3	139.7	139.7	140.2
투자자산	44.4	44.0	46.9	49.7	52.6
유형자산	17.0	15.9	12.9	10.5	8.6
무형자산	51.8	64.6	64.1	63.6	63.2
기타비유동자산	14.3	15.8	15.8	15.9	15.8
자산총계	212.9	225.2	230.8	236.0	242.1
유동부채	34.7	44.5	48.2	52.9	58.2
매입채무 및 기타채무	22.6	19.8	23.5	28.2	33.5
단기금융부채	0.7	16.3	16.3	16.3	16.3
기타유동부채	11.4	8.4	8.4	8.4	8.4
비유동부채	9.8	19.1	19.1	19.1	19.1
장기금융부채	0.7	15.6	15.6	15.6	15.6
기타비유동부채	9.1	3.5	3.5	3.5	3.5
부채총계	44.5	63.5	67.3	71.9	77.3
자본지분	168.4	161.7	163.5	164.1	164.9
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	116.8	120.5	120.5	120.5	120.5
기타자본	-7.4	-11.6	-11.6	-11.6	-11.6
기타포괄손익누계액	6.4	5.6	4.9	4.3	3.7
이익잉여금	26.5	21.1	23.6	24.8	26.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	168.4	161.7	163.5	164.1	164.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-35	-106	47	24	27
BPS	3,223	3,095	3,130	3,142	3,156
CFPS	118	129	278	240	233
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-	-	1,268.8	2,500.0	2,239.2
PER(최고)	-	-	1,551.5	-	-
PER(최저)	-	-	810.8	-	-
PBR	11.99	14.14	19.07	19.00	18.91
PBR(최고)	16.14	18.45	23.32	-	-
PBR(최저)	8.84	7.75	12.19	-	-
PSR	14.53	14.73	18.68	17.13	16.35
PCFR	326.4	339.3	215.0	248.9	256.3
EV/EBITDA	595.6	866.7	332.6	576.5	617.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-0.8	-2.5	1.1	0.5	0.6
ROE	-1.0	-3.4	1.5	0.8	0.8
ROIC	-2.5	-1.0	4.6	2.0	2.2
매출채권회전율	6.5	7.9	8.4	8.4	8.2
재고자산회전율	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2
부채비율	26.5	39.3	41.2	43.8	46.9
순차입금비용	-13.8	4.4	3.1	3.2	1.7
이자보상배율, 현금	3.2	-6.4	41.6	18.1	19.0
총차입금	1.4	31.9	31.9	31.9	31.9
순차입금	-23.3	7.1	5.1	5.3	2.8
EBITDA	3.4	2.6	9.4	5.4	5.1
FCF	-18.7	-21.0	8.4	4.3	7.1

알테오젠(196170)



Not Rated

주가(8/18) 298,000원

제약/바이오 Analyst 허혜민

키트루다 SC 상용화를 통해 ALT-B4 플랫폼의 개발 및 상업화 가능성이 검증되었으며, 상업화에 따른 판매 마일스톤이 유입되며 실적으로 이어지고 있다. 여기에 ADC, 핵산치료제 등으로 적용 모달리티가 확대되면서 올해에만 3건의 신규 기술이전을 체결했다. 다수의 MTA가 진행 중인 만큼 추가 기술이전과 이에 따른 계약금·마일스톤 유입이 지속될 것으로 기대한다.

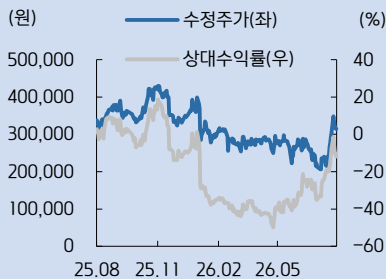
Stock Data

KOSDAQ (8/18)	834.20pt	
시가총액	159,687억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	430,124 원	206,213원
최고/최저가 대비 등락	-30.7%	44.5%
주가수익률	절대	상대
1M	40.1%	33.0%
6M	1.4%	34.4%
1Y	-8.2%	-13.9%

Company Data

발행주식수	53,586 천주
일평균 거래량(3M)	522천주
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(25)	0.1%
BPS(25)	6,349원
주요 주주	박순재 외 5인 20.3%

Price Trend



올해 기술이전 MVP !

>>> 키트루다 SC 전환율 증가 추세

키트루다 큐렉스(Keytruda Qlex) 지난 2Q26 키트루다 매출 내 비중은 5.5%를 기록했으며, 지난 4/1일 J-Code 부여 이후 미국 내 전환 속도가 높아지고 있다. 당사는 3Q26 키트루다SC 비중을 10%, 4Q26 14%로 전망한다. 키트루다 SC는 향후 동사의 가장 중요한 현금흐름원으로 키트루다SC 판매 확대를 감안해 **2028년까지 최대 \$1bn의 판매 마일스톤이 대부분 유입될** 것으로 전망한다. 이후 판매 마일스톤을 모두 수령하면 순매출의 2%를 **로열티로 수취**하게 된다.

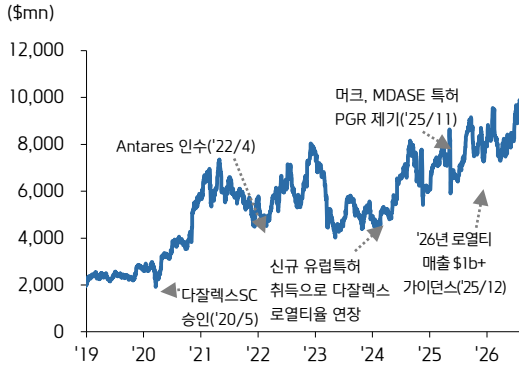
>>> 대세 트렌드로 자리잡은 SC 제형

글로벌 제약사들의 SC제형 전환 경쟁이 가속화되고 있다. 기존 **항체 의약품뿐 아니라 이중항체, ADC, 핵산치료제 등으로 적용 가능한 모달리티가 확대**되는 추세다. 경쟁 플랫폼인 Halozyne 역시 최근 기존 단일항체 중심에서 ADC와 핵산치료제까지 ENHANZE 적용 영역을 확대하고 있다. 동사 역시 단일클론항체에서 이중항체, ADC 등으로 ALT-B4 적용 영역을 넓히고 있다. **키트루다 SC 상업화를 통해 항체 의약품에서 ALT-B4의 개발 및 상업화 가능성이 검증**된 가운데, 향후 ADC 등 신규 모달리티에서도 임상 데이터를 통해 적용 가능성이 확인될 경우 파트너십 확대가 기대된다.

>>> 추가 기술이전 기대

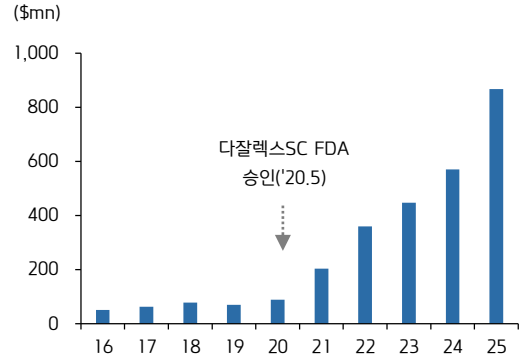
동사는 **올해에만 GSK, Biogen 및 비공개 파트너와 3건의** 신규 계약을 체결했다. GSK와는 1개 품목에 대해 최대 약 \$285mn+로열티, Biogen과는 2개 품목에 대해 최대 \$579mn+로열티 규모로 계약했으며, 최근 비공개 파트너와도 1개 품목에 대해 총 \$365mn 규모+로열티 규모의 계약을 체결했다. 추가 기술 이전 계약 가능성도 기대된다. 다수의 MTA 진행 증으로 적용 모달리티 확대와 신규 파트너 유입이 이어질 경우 타겟·품목 수 증가에 따른 **대규모 플랫폼 기술이전의 가능성도 높아질 것으로 기대**한다. 중장기적으로는 키트루다 SC 로열티를 기반으로 현금흐름을 확보하고, 이를 신규 파이프라인 등에 재투자 하면서 ALT-B4 이후의 성장동력을 확보하는 선순환 구조가 기대된다.

Halozyme 시가총액 추이와 주요 이벤트



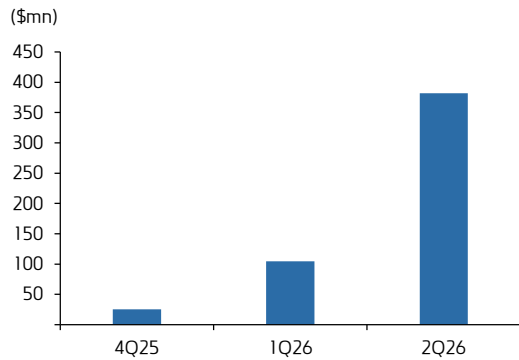
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Halozyme의 연간 로열티 수익 추이



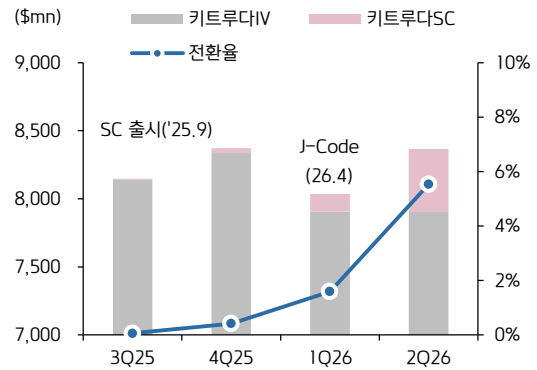
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSD/알테오젠 키트루다 SC 미국 처방액 추이



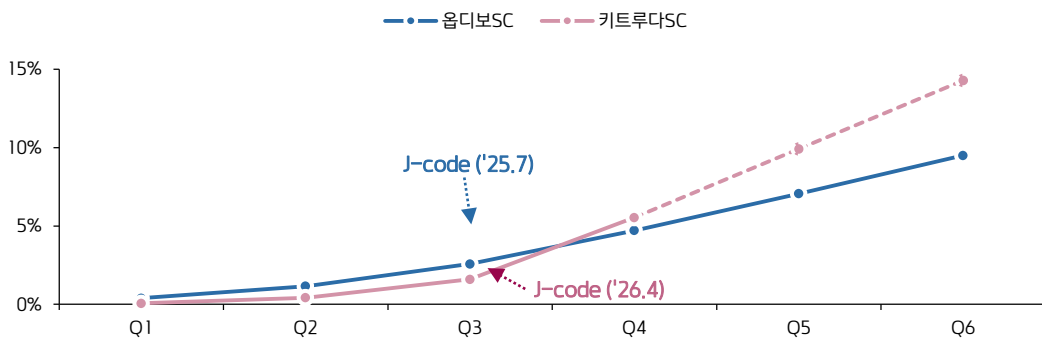
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키트루다 SC 매출 추이와 전환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

분기별 키트루다와 옵디보 매출 내 SC 제형 비중 추이



주: 키트루다 SC Q5와 Q6는 2026.3Q, 4Q로 당사 추정
자료: BMS, MSD, 키움증권 리서치센터

알테오젠 기술수출 계약 및 수취금 내역

(\$mn)

계약 상대	계약 시기	대상 지역	계약 규모	수취 금액
사노피	19/11/29	전 세계	1,373	13
MSD	20/6/24	전 세계	4,317	36
인타스	21/1/7	전 세계(일부 아시아 제외)	115	6
산도즈	24/7/30	전 세계	비공개	비공개
다이이치 산쿄	24/11/8	전 세계	300	20
메드이문(AZ, 영국)	25/3/15	전 세계	750	25
메드이문(AZ, 미국)	25/3/15	전 세계	600	20
테사로(GSK)	26/1/20	전 세계	285	20
바이오젠	26/3/25	전 세계	559	20
비공개	26/8/5	전 세계	365	비공개
합산 규모		8,654+@	160+@	

주: 공개된 수취금은 1Q25 기준, @는 비공개 금액
 자료: 금융감독원, 딜사이트, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	38.7	28.8	96.5	102.9	215.9
매출원가	33.0	24.3	65.3	38.8	50.2
매출충이익	5.8	4.5	31.2	64.1	165.6
판매비	21.0	33.9	40.9	38.7	58.7
영업이익	-15.2	-29.4	-9.7	25.4	106.9
EBITDA	-13.0	-26.7	-6.4	28.3	112.4
영업외손익	4.5	19.4	6.2	11.2	55.8
이자수익	2.1	3.9	5.2	7.8	11.2
이자비용	0.6	0.4	0.7	0.7	11.0
외환관련이익	3.1	2.3	2.2	8.4	3.9
외환관련손실	0.1	0.6	2.0	1.3	6.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	14.2	1.5	-3.0	57.9
법인세차감전이익	-10.7	-10.0	-3.6	36.6	162.7
법인세비용	0.9	0.1	0.0	-24.1	17.6
계속사업손익	-11.6	-10.1	-3.6	60.7	145.2
당기순이익	-11.6	-10.1	-3.6	60.7	145.2
지배주주순이익	-6.3	-8.1	-3.4	62.3	141.7
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-8.8	-25.6	235.1	6.6	109.8
영업이익 증감률	흑전	93.4	-67.0	-361.9	320.9
EBITDA 증감률	-818.0	105.4	-76.0	-542.2	297.2
지배주주순이익의 증감률	흑전	28.6	-58.0	-1,932.4	127.4
EPS 증감률	적지	적지	적지	흑전	124.8
매출총이익률(%)	15.0	15.6	32.3	62.3	76.7
영업이익률(%)	-39.3	-102.1	-10.1	24.7	49.5
EBITDA Margin(%)	-33.6	-92.7	-6.6	27.5	52.1
지배주주순이익률(%)	-16.3	-28.1	-3.5	60.5	65.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-9.5	-17.9	-7.8	53.0	124.1
당기순이익	-11.6	-10.1	-3.6	60.7	145.2
비현금항목의 가감	2.1	-9.4	2.2	-25.8	-14.7
유형자산감가상각비	2.1	2.5	3.2	2.7	2.6
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	2.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-12.0	-1.2	-28.7	-20.2
영업활동자산부채증감	-0.4	-1.5	-10.7	15.6	-12.5
매출채권및기타채권의감소	-0.5	-5.2	-6.8	-2.7	-5.7
재고자산의감소	-0.6	-0.5	-0.3	0.1	-5.6
매입채무및기타채무의증가	1.6	-1.3	0.9	8.8	1.3
기타	-0.9	5.5	-4.5	9.4	-2.5
기타현금흐름	0.4	3.1	4.3	2.5	6.1
투자활동 현금흐름	-125.9	50.2	-9.3	-107.8	-231.1
유형자산의 취득	-13.6	-6.4	-1.2	-2.7	-23.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	5.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-10.5	-36.1	-39.2	-21.7	-10.4
투자자산의감소(증가)	0.0	-20.0	19.1	-1.5	-1.0
단기금융자산의감소(증가)	-97.6	110.8	1.3	-85.9	-197.4
기타	-4.2	1.7	5.7	4.0	0.7
재무활동 현금흐름	107.0	2.9	1.7	43.3	155.6
차입금의 증가(감소)	-0.3	0.6	-2.4	10.0	-5.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.8	-0.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	108.1	2.9	4.1	33.3	160.6
기타현금흐름	0.0	0.0	-0.3	0.3	-1.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-28.4	35.3	-15.6	-11.2	47.4
기초현금 및 현금성자산	38.9	10.5	45.8	30.2	19.0
기말현금 및 현금성자산	10.5	45.8	30.2	19.0	66.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	210.2	145.1	144.1	211.8	480.8
현금 및 현금성자산	10.5	45.8	30.2	19.0	66.4
단기금융자산	192.5	81.7	80.4	166.3	363.6
매출채권 및 기타채권	4.3	8.8	16.7	20.2	29.6
재고자산	1.0	1.6	1.1	1.0	6.5
기타유동자산	1.9	7.2	15.7	5.3	14.7
비유동자산	48.1	100.4	112.0	197.2	217.9
투자자산	0.3	20.3	1.2	2.7	3.6
유형자산	29.3	27.0	18.8	19.2	40.4
무형자산	11.3	47.3	89.3	112.1	120.1
기타비유동자산	7.2	5.8	2.7	63.2	53.8
자산총계	258.3	245.5	256.1	409.0	698.7
유동부채	122.8	94.3	100.4	129.2	239.7
매입채무 및 기타채무	3.5	4.4	17.1	18.7	26.4
단기금융부채	113.5	84.7	82.4	96.5	96.6
기타유동부채	5.8	5.2	0.9	14.0	116.7
비유동부채	4.0	5.8	7.8	5.7	4.6
장기금융부채	1.1	0.8	1.4	5.1	4.2
기타비유동부채	2.9	5.0	6.4	0.6	0.4
부채총계	126.8	100.1	108.3	134.9	244.3
자본지분	134.3	148.8	148.1	273.6	445.2
자본금	21.5	26.2	26.5	26.7	26.8
자본잉여금	146.2	102.2	103.3	165.3	192.7
기타자본	1.9	2.3	3.7	4.8	7.2
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-35.3	18.0	14.6	76.9	218.5
비지배지분	-2.8	-3.4	-0.3	0.5	9.2
자본총계	131.5	145.4	147.8	274.1	454.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
주당지표(원)					
EPS	-93	-120	-49	901	2,026
BPS	1,989	2,183	2,149	3,948	6,349
CFPS	-141	-286	-20	506	1,866
DPS	0	0	0	0	371
주가배수(배)					
PER	-521.8	-245.3	-1,535.2	264.2	170.7
PER(최고)	-864.3	-417.3	-	-	-
PER(최저)	-458.4	-179.0	-498.0	-	-
PBR	24.43	13.48	35.26	60.33	54.47
PBR(최고)	40.47	22.93	35.91	-	-
PBR(최저)	21.46	9.83	11.44	-	-
PSR	84.50	69.38	53.63	159.93	112.05
PCFR	-343.8	-102.8	-3,864.9	470.9	185.4
EV/EBITDA	-238.3	-72.1	-798.5	581.1	211.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	13.7
배당수익률(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
ROA	-5.6	-4.0	-1.4	18.2	26.2
ROE	-6.4	-5.8	-2.3	29.5	39.4
ROIC	-48.1	-43.9	-9.1	-28.2	106.0
매출채권회전율	11.1	4.4	7.6	5.6	8.7
재고자산회전율	51.4	22.0	73.0	101.6	57.7
부채비율	96.4	68.9	73.2	49.2	53.8
순차입금비율	-67.2	-28.9	-18.1	-30.5	-72.4
이자보상배율·현금	-25.1	-69.0	-14.5	37.6	9.7
총차입금	114.6	85.5	83.8	101.6	100.8
순차입금	-88.4	-42.0	-26.8	-83.7	-329.2
EBITDA	-13.0	-26.7	-6.4	28.3	112.4
FCF	-37.5	-70.4	-52.6	-41.7	64.2

올릭스 (226950)



Not Rated

주가(8/18) 106,500원

제약/바이오 Analyst 허혜민

릴리 OLY702A 후속개발·마일스톤, Dual-siRNA 파트너십 확대, 유베르나 출시, 로레알 협력 확대, ALK7 기술이전 가능성 등 하반기부터 다수의 모멘텀이 순차적으로 대기하고 있어 바이오섹터 관심종목 중 Top Pick으로 추천한다. 최근 CPS 오버행 우려로 주가가 부진했으나 관련 부담은 상당 부분 선반영된 것으로 판단하며, 하반기 모멘텀이 하나씩 현실화될 경우 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 기대한다.

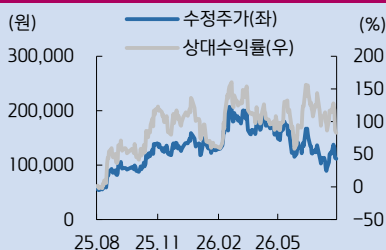
Stock Data

KOSDAQ (8/18)	834.20pt	
시가총액	22,432억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	207,000 원	54,000원
최고/최저가 대비 등락	-48.6%	97.2%
주가수익률	절대	상대
1M	-22.0%	-26.0%
6M	-16.3%	10.9%
1Y	86.8%	78.7%

Company Data

발행주식수	21,063 천주
일평균 거래량(3M)	346천주
외국인 지분율	7.5%
배당수익률(25)	0.0%
BPS(25)	6,738원
주요 주주	이동기 외 13인 16.4%

Price Trend



남의 성공도 모멘텀이 된다

>>> 풍족한 모멘텀, 다수 대기 중

하반기부터 풍부한 모멘텀이 대기 중이다.

- (1) 하반기 릴리 기술이전 품목 OLY702A(MARC1)의 1b상 종료 및 마일스톤 유입, 릴리의 후속개발 진행,
- (2) '26~'27년 MARC1을 포함한 Dual-siRNA 후속 파트너십 확대,
- (3) 하반기 유베르나 출시 및 본격 상용화,
- (4) 로레알과의 협력 확대에 따른 연구비 유입 등 Cash Flow 발생 기대,
- (5) ALK7 비만 프로그램(OLX501A)의 원숭이 데이터 기반 글로벌 파트너십 추진 등이 있다.

>>> GLP-1 다음은 Enhancer

동사의 OLY501A는 지방세포의 ALK7 발현을 직접 억제해 지방 분해를 촉진하는 기전이다. 원숭이 실험에서 경쟁사 대비 약 3배 높은 내장지방 감소 효과를 확인한 만큼, 향후 체중감량뿐 아니라 내장지방을 추가로 줄이는 GLP-1 Enhancer로서 개발 가능성에 주목한다. ALK7에 대한 글로벌 관심도 높아지고 있다. Arrowhead는 올해 1월 ARO-ALK7 1/2a상 초기 데이터에서 ALK7 mRNA 평균 88% 감소와 위약 보정 내장지방 14.1% 감소를 확인하였으며, 하반기 추가 임상 데이터를 공개할 예정이다. 또한 GSK는 지난 5월 중국 SiranBio의 ALK7 siRNA SA030을 선급금 \$55mn, 총 \$1bn 이상에 기술도입 하였다. 동사 역시 전임상 데이터 패키지를 기반으로 파트너링을 추진하고 있어, Arrowhead의 추가 임상에서 ALK7의 지방감소 효과가 재차 확인될 경우 OLY501A 기술이전에 우호적인 환경이 될 것으로 기대한다.

>>> 풍부해진 현금, 오버행은 단기 변수

동사는 과거 지속적인 자금조달과 Cash Burn이 가장 큰 리스크였다. 그러나 릴리 기술이전 계약, 로레알 투자 및 공동개발, 한소제약 계약 등을 통해 현재 약 2,000억 원 이상의 현금을 확보하고 있어 과거 대비 자금조달 리스크는 크게 낮아졌다. 다만, 수급 측면에서는 오는 8월 말 CPS 보호예수 해제에 따른 부담이 있으나, 하반기 대기 중인 다수의 모멘텀을 감안하면 오버행에 따른 주가 부담은 단기에 그칠 것으로 판단한다.

>>> 로레알의 큰 그림

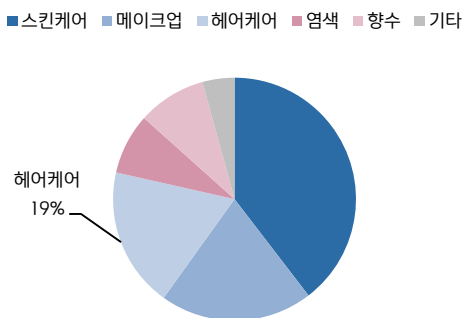
로레알의 Haircare 사업은 2025년 약 \$8.7bn(€7.7bn)으로 전체 매출의 약 19%를 차지하며, 매출 규모와 비중이 모두 확대되고 있다. 2025년 Haircare 매출은 YoY +9.6% 성장해 스킨케어(-2.5%), 메이크업(-0.4%) 등 주요 카테고리를 크게 상회하였다. 2020년 €4.3bn에서 2025년 €7.7bn으로 연평균 약 13% 성장한 만큼, **Haircare는 로레알의 주요 성장축**으로 자리잡고 있다.

로레알에게 올릭스는 단순 K-Beauty 대응을 넘어 **Haircare의 Medicalization을 위한 전략적 파트너**가 될 가능성이 있다. 최근 Haircare 시장은 샴푸·컨디셔너 중심에서 두피 관리, 탈모, 모발 재생 등 **과학적 근거를 기반으로 한 영역으로 확장**되고 있다. 로레알 역시 피부 영역에서는 **Galderma 지분을 20%까지 확대**하며 Medical Aesthetics와의 접점을 넓히고 있다. Hair에서도 올릭스의 siRNA 플랫폼을 활용한다면 기존 화장품으로 접근하기 어려웠던 탈모·모발 재생 등 고부가가치 영역으로의 확장이 가능하다.

특히 로레알과의 협력이 단일 파이프라인에 그치지 않는다는 점에 주목한다. 기존 공동연구에 더해 신규 Framework Agreement를 체결하면서 **skin, hair, 손·발톱 등으로 협력 범위가 확대**되고 있으며, 신규 타깃 선정 및 연구개발 진척에 따라 연구비 등 Cash Flow가 유입되는 구조로 추정된다. 제한된 자산 중심의 협력에서 복수 프로그램으로 확장되는 만큼, 향후 공동개발 프로그램 증가가 **반복적인 현금 유입으로 이어질 가능성**이 있다.

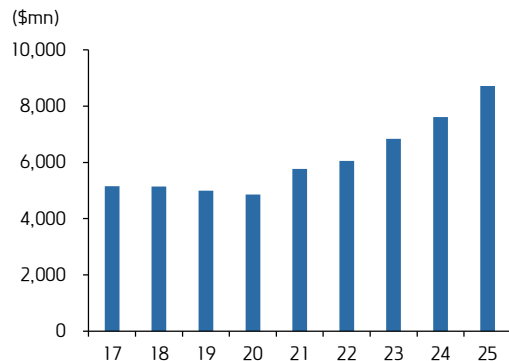
단기적으로는 **유베르나의 하반기 국내 정식 출시**도 의미가 있다. 회사는 파일럿 제품에서 긍정적인 소비자 반응을 확인했다고 언급한 바 있으며, 유베르나는 올릭스 기술이 적용된 첫 뷰티 제품의 상용화 레퍼런스가 될 전망이다. 아직 유베르나와 로레알의 직접적인 협업은 확인되지 않았으나, 국내 상용화를 통해 제품성과 소비자 반응을 입증한다면 **향후 로레알과 Hair 분야 협력 확대 가능성도 기대**해볼 수 있다. 특히 로레알의 글로벌 브랜드 및 대규모 유통망과 결합할 경우 신약 개발보다 빠른 코스메슈티컬 영역에서의 수익화 가능성도 열려 있다는 점이 긍정적이다.

로레알의 매출 중 Haircare 관련 비중 (2025년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

로레알의 Haircare 매출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

>>> ALK7, Dual-siRNA 경쟁사의 성공이 모멘텀이 된다

현재 글로벌 비만시장은 GLP-1 단독에서 Plus Alpha 전략으로 이동하고 있다. 체중감량뿐 아니라 지방 선택적 감소, 근육 보존, 요요 억제 등이 차세대 경쟁 요소가 되고 있다.

동사의 ALK7 siRNA는 지방세포에서 지방 분해를 억제하는 신호를 차단하는 기전으로, 원숭이 실험에서 경쟁사 대비 약 3배 높은 내장지방 감소 효과를 확인하였다. 경쟁사인 **Arrowhead가 올해 ALK7 추가 임상 데이터를 공개할 예정이며, Sanegene(Roche), SIRAN(GSK) 등 모두 최근 대규모 거래**가 이루어졌다. 동사 역시 올해 전임상 데이터 패키지를 기반으로 파트너링을 추진하고 있어, 임상 진입 이전 기술이전 가능성도 충분히 기대해볼 수 있다.

ALK7 비만 치료제 개발 현황과 기술 이전

약물명	개발사	전달 플랫폼	모달리티	임상 단계
ARO-ALK7	Arrowhead	TRiM adipose-targeting	siRNA	1/2a상, Tirze 병용도 진행 중
ALN-2232	Alnylam	adipose-targeted RNAi	siRNA	1/2상 환자 모집 중, 2H26 1상 초기 데이터 공개
SA-030	GSK / Siran Biotech	STORK-F	siRNA	1상, GSK가 선금금\$55M, 최대 \$1.005B 마일스톤 도입
OLX-501A	올릭스	OASIS-Adipose	siRNA	전임상
CSPC-ALK7	CSPC	-	siRNA	전임상
SGB-ALK7	Sanegene Bio	LEAD	siRNA	전임상

주: 물질발굴 단계는 제외, ALK-7 비만치료제 기술거래는 GSK-Siran이 유일
자료: 디앤디파마텍, 키움증권 리서치센터

하반기에는 Dual-siRNA의 첫 인체 임상 데이터에도 주목할 필요가 있다. Arrowhead는 PCSK9과 APOC3를 하나의 RNAi 물질로 동시에 억제하는 ARO-DIMER-PA 1/2상을 진행 중으로, 하반기 첫 임상 데이터를 공개할 예정이다. 두 개의 유전자를 하나의 물질로 동시에 억제하는 Dual-siRNA가 인체에서도 유효성을 입증한다면, **단일 타겟 중심이었던 siRNA 시장이 복합 타겟으로 확장되는 계기**가 될 수 있다.

동사 역시 두 개의 유전자를 동시에 억제하는 **OASIS-Dual 플랫폼을 보유**하고 있으며, MARC1+α 조합을 포함한 후속 파트너십 확대를 추진이 기대된다. 특히 MARC1은 간지방뿐 아니라 염증과 섬유화 개선 가능성을 가진 타겟으로, 중성지방 관련 타겟과 결합할 경우 MASH 및 대사질환에서 단일 타겟 대비 효능 확장을 기대할 수 있다. Arrowhead의 Dual-siRNA 임상 성공은 동사 플랫폼에 대한 직접적인 임상 결과는 아니지만, Dual-siRNA 접근법의 인체 PoC를 제공한다는 점에서 향후 기술이전 협상에 우호적인 외부 레퍼런스가 될 수 있다.

>>> 자금조달 이슈 점검

동사는 지난해 8월 국내외 기관투자자를 대상으로 1,150억원 규모의 CPS(전환우선주) 197.9만주를 **주당 58,101원에 발행**하였다. 해당 CPS는 **오는 8/31일부터 보통주 전환 청구가 가능**하며, 전량 전환 시 최대 197.9만주의 보통주가 신규 발행될 수 있다. 이는 전체 전환 가정 주식수 대비 약 8.6%에 해당하는 규모로, 단기적으로는 잠재적인 오버행 부담이 존재한다.

다만 8/31일 전환 가능 시점이 곧바로 197.9만주 전량의 시장 출회를 의미하는 것은 아니다. 전환 청구 이후 실제 보통주가 상장돼 거래 가능해지기까지 일정 기간이 필요하며, **전환청구 가능 기간 역시 2030년 8월까지 열려 있어** 전량이 일시에 전환·출회된다고 단정하기 어렵다. 다만 잠재 물량 자체가 적지 않은 만큼 실제 전환 규모와 전환 이후 매도 여부는 단기 수급의 주요 변수로 확인할 필요가 있다.

재무적인 추가 희석 우려는 과거 대비 낮아졌다. 릴리 기술이전, 로레알 투자 및 공동개발, 한소제약 계약 등에 힘입어 현재 2,000억원 이상의 현금을 확보하고 있어 추가적인 대규모 자금조달 필요성이 낮기 때문이다. 향후에도 릴리 추가 마일스톤, 로레알 공동연구 확대에 따른 연구비 유입 및 신규 기술이전 등 **추가적인 Cash Flow 발생이 기대**된다. 따라서 8월 말부터 CPS 전환에 따른 단기 수급 부담은 존재하나, 하반기 다수의 파이프라인 및 파트너십 모멘텀이 대기하고 있다는 점을 감안하면 오버행에 따른 추가 부담은 단기에 그칠 것으로 판단한다.

올릭스 주요 보호예수 해제 및 전환 일정

오버행 일자	발행 주식수	발행일자	종류	행사/발행가액	전체 주식 수 대비 비율
2026-08-29	1,979,347	2025-08-28	전환우선주(CPS)	58,101	8.62%
2027-07-15	670,000	2026-07-15	보통주	149,599	2.92%
2027-07-26	70,367	2026-07-24	보통주	149,599	0.31%

주: 전체 주식 수 대비 비율은 전환우선주 등의 전체 전환 시 기준인 22,972,130주 기준
자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	3.7	9.3	17.1	5.7	14.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	3.7	9.3	17.1	5.7	14.7
판매비	27.9	31.7	35.2	36.6	44.6
영업이익	-24.2	-22.4	-18.2	-30.9	-30.0
EBITDA	-22.6	-20.3	-15.5	-28.3	-27.5
영업외손익	-5.8	-6.7	0.0	-10.2	16.7
이자수익	0.5	1.4	1.3	0.4	1.0
이자비용	2.4	2.9	3.5	4.7	1.8
외환관련이익	0.1	0.2	0.3	0.2	1.0
외환관련손실	0.1	0.4	0.3	0.6	0.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	-0.9	-0.5	0.0
기타	-3.9	-5.0	3.1	-5.0	17.1
법인세차감전이익	-30.0	-29.1	-18.2	-41.1	-13.3
법인세비용	-0.8	-1.0	0.9	-0.4	2.5
계속사업손익	-29.2	-28.1	-19.1	-40.7	-15.7
당기순이익	-30.3	-21.9	-19.1	-40.7	-15.7
지배주주순이익	-29.7	-19.5	-19.1	-40.7	-15.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	49.5	151.4	83.9	-66.7	157.9
영업이익 증감율	흑전	-7.4	-18.8	69.8	-2.9
EBITDA 증감율	흑전	-10.2	-23.6	82.6	-2.8
지배주주순이익 증감율	흑전	-34.3	-2.1	113.1	-61.4
EPS 증감율	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-654.1	-240.9	-106.4	-542.1	-204.1
EBITDA Margin(%)	-610.8	-218.3	-90.6	-496.5	-187.1
지배주주순이익률(%)	-802.7	-209.7	-111.7	-714.0	-106.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-19.1	-30.7	-21.2	-28.0	-15.9
당기순이익	-30.3	-21.9	-19.1	-40.7	-15.7
비현금항목의 가감	9.2	0.1	5.8	14.3	-7.4
유형자산감가상각비	1.4	1.8	2.3	2.3	2.1
무형자산감가상각비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법평가손익	0.0	-10.5	-0.9	-8.2	0.0
기타	7.6	8.5	4.1	19.9	-9.8
영업활동자산부채증감	2.4	-8.5	-7.2	-1.8	9.7
매출채권및기타채권의감소	-0.1	-0.1	-4.8	4.0	-4.8
채고자산의감소	-0.1	-0.3	0.2	-0.1	0.2
매입채무및기타채무의증가	0.6	-0.1	1.0	-0.6	2.0
기타	2.0	-8.0	-3.6	-5.1	12.3
기타현금흐름	-0.4	-0.4	-0.7	0.2	-2.5
투자활동 현금흐름	15.5	-54.8	34.4	1.0	-104.9
유형자산의 취득	-26.0	-2.2	-8.8	-13.9	-1.3
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.1	4.8	0.7
무형자산의 순취득	0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.6
투자자산의감소(증가)	-0.1	-27.0	2.5	21.2	1.2
단기금융자산의감소(증가)	41.4	-41.3	43.0	5.3	-117.5
기타	0.0	16.0	-2.2	-16.2	12.6
재무활동 현금흐름	26.6	56.0	-6.1	18.5	123.8
차입금의 증가(감소)	20.0	0.0	-5.5	19.7	2.6
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.6	56.0	-0.6	-1.2	121.2
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.5
현금 및 현금성자산의 순증가	23.0	-29.4	7.1	-8.1	2.5
기초현금 및 현금성자산	11.3	34.3	4.9	12.0	3.9
기말현금 및 현금성자산	34.3	4.9	12.0	3.9	6.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	52.2	65.0	32.1	15.5	140.9
현금 및 현금성자산	34.3	4.9	12.0	3.9	6.4
단기금융자산	15.6	56.9	13.9	8.6	126.2
매출채권 및 기타채권	0.3	1.1	5.0	0.9	6.2
채고자산	0.4	0.7	0.5	0.6	0.4
기타유동자산	1.6	1.4	0.7	1.5	1.7
비유동자산	34.4	67.6	70.7	55.7	54.5
투자자산	0.7	27.7	24.3	2.6	1.4
유형자산	31.5	37.2	43.9	51.4	50.5
무형자산	2.1	2.1	2.0	1.7	1.9
기타비유동자산	0.1	0.6	0.5	0.0	0.7
자산총계	86.7	132.7	102.8	71.2	195.4
유동부채	40.4	39.5	6.6	30.1	21.3
매입채무 및 기타채무	1.6	1.3	2.5	4.9	6.3
단기금융부채	16.9	20.3	1.1	17.8	4.5
기타유동부채	21.9	17.9	3.0	7.4	10.5
비유동부채	26.9	26.9	45.9	22.7	24.0
장기금융부채	20.4	23.8	38.3	21.4	18.8
기타비유동부채	6.5	3.1	7.6	1.3	5.2
부채총계	67.3	66.4	52.5	52.8	45.3
자본지분	18.5	65.9	49.9	17.8	149.4
자본금	6.9	8.4	8.4	9.2	11.1
자본잉여금	92.9	151.9	157.2	175.5	323.4
기타자본	2.9	4.3	5.3	6.3	5.2
기타포괄손익누계액	0.1	4.5	1.8	-5.5	1.2
이익잉여금	-84.3	-103.2	-122.9	-167.8	-191.6
비지배지분	0.9	0.3	0.5	0.6	0.7
자본총계	19.4	66.2	50.3	18.5	150.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
주당지표(원)					
EPS	-2,171	-1,260	-1,139	-2,369	-774
BPS	1,352	3,946	2,951	967	6,738
CFPS	-1,538	-1,406	-790	-1,539	-1,135
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-18.9	-16.1	-12.8	-8.1	-181.5
PER(최고)	-25.1	-32.9	-23.5		
PER(최저)	-14.4	-13.3	-11.3		
PBR	30.33	5.16	4.94	19.92	20.84
PBR(최고)	40.32	10.49	9.08		
PBR(최저)	23.08	4.25	4.37		
PSR	152.72	33.78	14.33	58.22	194.81
PCFR	-26.7	-14.5	-18.4	-12.5	-123.7
EV/EBITDA	-24.3	-12.9	-15.9	-13.5	-99.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-36.6	-20.0	-16.2	-46.7	-11.8
ROE	-93.1	-46.2	-33.0	-120.1	-18.8
ROIC	-282.0	-118.9	-51.2	-67.3	-67.7
매출채권회전율	17.0	14.1	5.7	1.9	4.1
채고자산회전율	10.8	18.1	30.3	11.1	30.8
부채비율	346.6	100.4	104.3	285.7	30.2
순차입금비용	-65.5	-26.9	26.6	144.3	-72.8
이자보상배율, 현금	-10.0	-7.6	-5.2	-6.6	-16.5
총차입금	37.3	44.1	39.4	39.2	23.3
순차입금	-12.7	-17.8	13.4	26.7	-109.2
EBITDA	-22.6	-20.3	-15.5	-28.3	-27.5
FCF	-47.1	-30.5	-31.7	-39.1	-18.9

지아아이노베이션(358570)



Not Rated

주가(8/18) 8,150원

제약/바이오 Analyst 허혜민

그동안 동사의 가장 큰 할인 요인은 파이프라인보다 기술이전 성과에 대한 낮은 신뢰였다. 그러나 GI-101A의 ASCO 구두 발표, GI-301의 우호적인 기술거래 환경 등 실제 성과에 가까워지는 신호가 나타나고 있다. 올해 단 한 건의 기술이전만 성사되더라도 신뢰 회복의 계기가 될 수 있으며, 이후 GI-102와 GI-214 등 후속 파이프라인의 기술이전 기대까지 연이어 재평가될 수 있다.

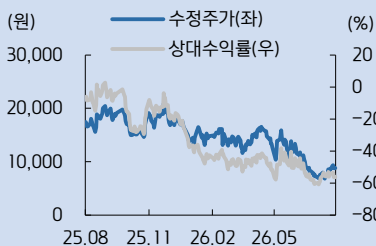
Stock Data

KOSDAQ (8/18)	834.20pt	
시가총액	5,258억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	20,900 원	6,820원
최고/최저가 대비 등락	-61.0%	19.5%
주가수익률	절대	상대
1M	11.3%	5.7%
6M	-44.9%	-27.0%
1Y	-51.3%	-54.3%

Company Data

발행주식수	64,516 천주
일평균 거래량(3M)	649천주
외국인 지분율	8.8%
배당수익률(25)	0.0%
BPS(25)	1,824원
주요 주주	장명호 외 11인
	6.6%

Price Trend



내가 너를 놓지 못하는 이유

>>> 연내 예상 기술이전: 항암제와 알리지

올해 가장 중요한 과제는 GI-101A와 GI-301의 기술이전 성과다. 지난 ASCO에서 GI-101A가 전체 약 8,500개 초록 중 5% 미만만 선정되는 구두 발표에 포함되었다. 발표 이후 글로벌 제약사들과 추가 논의가 이어지고 있어, 연내 기술이전 성과를 기대해볼 수 있는 구간으로 판단한다. GI-301 역시 기술이전 가능성이 높아지고 있다. 올해 GSK의 RAPT 인수와 Novartis의 Excellergy 인수 등 IgE 및 알레르기 분야에서 대형 거래가 연이어 발생하고 있어, 기술이전에 우호적인 환경으로 판단한다.

>>> 내년에는 GI-102, GI-214 기대

GI-101A와 GI-301이 올해 신뢰 회복의 역할을 한다면, 내년에는 GI-102와 GI-214가 후속 기술이전 모멘텀을 이어갈 전망이다. GI-102는 J&J의 KLK2 표적 T세포 인게이지어 pasritamig와의 병용 임상을 준비 중이다. '27년 상반기 임상 데이터를 확보할 것으로 예상된다. 병용 임상 데이터를 기반으로 GI-102의 대형 기술이전을 추진할 계획이다. GI-214는 폐동맥고혈압(PAH)을 타깃하는 Activin trap으로, 기존 치료제 대비 BMP9/10을 최대한 보존하는 선택성을 차별점으로 개발하고 있다. 내년 초 GLP 독성시험 진입을 계획하고 있으며, 검증된 타깃이라는 점을 활용해 임상 진입 이전 기술이전을 목표로 하고 있다.

>>> 지금 필요한 건, 오직 성과

지아아이노베이션에 지금 부족한 것은 파이프라인이 아니다. 문제는 기술이전 가능성에 대한 시장의 신뢰가 충분하지 않다는 점이다. 이제 시장은 데이터만으로 기술이전을 선반영하기보다 실제 계약을 확인하려는 경향이 강해졌다. 그럼에도 이전보다 성과에 가까워지고 있다는 신호는 분명한데, GI-101A의 ASCO 구두 발표와 후속 파트너링 논의, GI-301을 둘러싼 글로벌 IgE 거래 증가, J&J와 GI-102의 임상 협력은 과거의 단순한 기술이전 기대와는 구분할 필요가 있다. 특히 올해는 단 한 건이라도 의미 있는 글로벌 기술이전이 성사된다면, 그동안 할인되어 온 회사의 신뢰를 회복시키고, 후속 파이프라인의 기술이전 가능성까지 다시 평가받게 만드는 계기가 될 수 있다.

J&J의 협력 전략

구 분	MSD	Johnson & Johnson	
임상 협력 건수	상대적으로 많음	매우 제한적 임상 단계 자산과의 협력은 극히 드물음	
	Pembrolizumab: 약 296 건	Amivantamab (허가 제품): 3 건 미만	Pasritamig (임상 단계 자산): 3 건 미만
임상 협력 모델	광범위한 외부 협력 전략	매우 선별적인 협력 전략	
임상 협력 목적	새로운 병용요법을 폭넓게 탐색	전략적 우선순위가 높은 외부 자산과 선별적으로 협력	

자료: 지아이이노베이션, 키움증권 리서치센터

J&J의 외부 임상 협력은 단 8건, 매우 선별적인 협력 전략을 보여줌

연도	전체 거래	협력 기반 거래	직접 기술도입	임상 협력
2020	4	4	0	1
2021	7	7	0	1
2022	7	6	1	0
2023	6	2	4	1
2024	4	2	2	2
2025	0	0	0	0
2026	2	2	0	3
합계	30	23	7	8

자료: 지아이이노베이션, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	5.6	3.5	5.3	0.0	5.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	5.6	3.5	5.3	0.0	5.8
판매비	36.2	71.5	58.6	48.3	46.5
영업이익	-30.6	-68.0	-53.3	-48.3	-40.7
EBITDA	-28.5	-64.8	-50.0	-45.2	-37.7
영업외손익	-120.1	-11.9	-1.7	-10.7	5.5
이자수익	0.8	1.8	2.0	1.0	2.6
이자비용	0.3	0.4	0.4	1.0	1.6
외환관련이익	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1
종속 및 관계기업손익	-18.3	-9.7	-7.3	-7.8	-0.7
기타	-102.2	-3.6	4.2	-2.8	5.2
법인세차감전이익	-150.7	-79.8	-55.0	-59.0	-35.1
법인세비용	0.0	0.0	0.5	-0.2	0.0
계속사업손익	-150.7	-79.8	-55.5	-58.8	-35.1
당기순이익	-150.7	-79.8	-55.5	-58.8	-35.1
지배주주순이익	-150.7	-79.8	-55.5	-58.8	-35.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-49.2	-37.5	51.4	-100.0	NA
영업이익 증감율	흑전	122.2	-21.6	-9.4	-15.7
EBITDA 증감율	흑전	127.4	-22.8	-9.6	-16.6
지배주주순이익의 증감율	흑전	-47.0	-30.5	5.9	-40.3
EPS 증감율	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	0.0	100.0
영업이익률(%)	-546.4	-1,942.9	-1,005.7	0.0	-701.7
EBITDA Margin(%)	-508.9	-1,851.4	-943.4	0.0	-650.0
지배주주순이익률(%)	-2,691.1	-2,280.0	-1,047.2	0.0	-605.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-26.6	-62.6	-41.2	-43.4	-32.3
당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비현금항목의 가감	126.9	20.5	12.3	17.8	0.3
유형자산감가상각비	2.1	2.9	3.0	2.7	2.6
무형자산감가상각비	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
지분법평가손익	-19.4	-10.6	-7.9	-7.8	-0.7
기타	144.1	27.9	16.8	22.5	-2.0
영업활동자산부채증감	-2.9	-4.6	0.5	-3.2	0.9
매출채권및기타채권의감소	-0.7	-3.2	3.2	-0.4	0.0
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.2	-1.4	-2.7	-2.8	0.9
기타현금흐름	-150.6	-78.5	-54.0	-58.0	-33.5
투자활동 현금흐름	-139.2	63.0	22.3	15.3	-43.3
유형자산의 취득	-3.8	-2.9	-0.6	0.0	-7.4
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.1	0.0	0.0	0.0	-0.2
투자자산의감소(증가)	-15.4	3.2	-4.9	-3.5	-46.3
단기금융자산의감소(증가)	-119.2	66.3	25.5	22.1	6.0
기타	0.3	-3.6	2.3	-3.3	4.6
재무활동 현금흐름	161.5	0.0	25.1	20.6	114.3
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	160.3	0.0	26.0	10.0	111.2
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	0.0	-0.9	0.6	3.2
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-4.3	0.4	6.2	-7.6	38.7
기초현금 및 현금성자산	6.2	1.9	2.3	8.5	1.0
기말현금 및 현금성자산	1.9	2.3	8.5	1.0	39.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	134.2	72.9	48.2	19.8	52.7
현금 및 현금성자산	1.9	2.3	8.5	1.0	39.7
단기금융자산	128.4	62.1	36.6	14.5	8.5
매출채권 및 기타채권	1.3	4.4	1.2	1.4	2.0
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	2.6	4.1	1.9	2.9	2.5
비유동자산	45.7	33.5	33.1	25.9	74.8
투자자산	32.1	19.2	16.8	12.5	58.2
유형자산	11.5	11.4	8.6	6.1	9.5
무형자산	1.6	1.5	1.6	1.5	1.7
기타비유동자산	0.5	1.4	6.1	5.8	5.4
자산총계	179.9	106.3	81.3	45.8	127.5
유동부채	5.2	6.6	5.8	4.7	9.3
매입채무 및 기타채무	2.8	4.0	4.6	3.4	4.4
단기금융부채	0.7	0.8	0.8	0.9	4.4
기타유동부채	1.7	1.8	0.4	0.4	0.5
비유동부채	4.2	4.1	3.8	12.0	1.7
장기금융부채	3.6	3.5	2.9	11.1	0.7
기타비유동부채	0.6	0.6	0.9	0.9	1.0
부채총계	9.4	10.7	9.6	16.7	11.0
자본지분	170.4	95.6	71.7	29.1	116.5
자본금	10.0	10.0	11.0	22.6	31.9
자본잉여금	451.3	451.8	476.4	278.5	392.3
기타자본	6.1	10.4	16.7	19.4	18.7
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-296.9	-376.6	-432.5	-291.5	-326.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	170.4	95.6	71.7	29.1	116.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
주당지표(원)					
EPS	-3,679	-1,689	-1,082	-1,117	-581
BPS	3,610	2,023	1,375	545	1,824
CFPS	-581	-1,255	-843	-778	-577
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	-9.3	-6.6	-30.3
PER(최고)	0.0	0.0	-12.1		
PER(최저)	0.0	0.0	-6.2		
PBR	0.00	0.00	7.30	13.49	9.67
PBR(최고)	0.00	0.00	9.51		
PBR(최저)	0.00	0.00	4.90		
PSR	0.00	0.00	96.82	1593345	182.57
PCFR	0.0	0.0	-11.9	-9.4	-30.6
EV/EBITDA			-9.8	-8.6	-28.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)			0.0	0.0	0.0
ROA	-126.0	-55.8	-59.1	-92.5	-40.6
ROE	-519.2	-60.0	-66.3	-116.7	-48.3
ROIC	-314.4	-456.6	-341.2	-340.0	-270.5
매출채권회전율	8.0	1.2	1.9	0.0	3.4
재고자산회전율					
부채비율	5.5	11.2	13.4	57.6	9.4
순차입금비율	-73.9	-63.0	-57.7	-12.4	-37.1
이자보상배율, 현금	-108.8	-174.8	-147.1	-48.8	-26.0
총차입금	4.4	4.3	3.7	12.0	5.0
순차입금	-126.0	-60.2	-41.4	-3.6	-43.2
EBITDA	-28.5	-64.8	-50.0	-45.2	-37.7
FCF	-36.3	-72.3	-50.1	-48.2	-44.3

고지사항

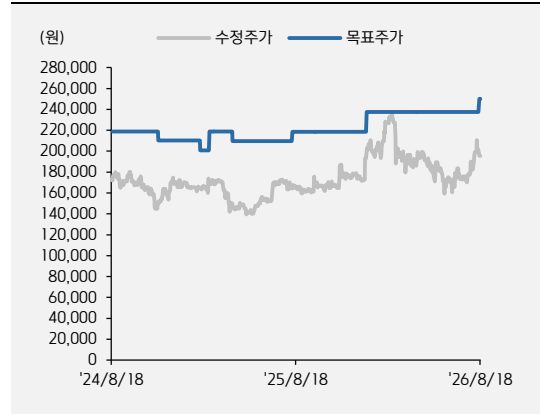
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
셀트리온 (068270)	2024-08-21	Buy(Maintain)	218,880원	6개월	-23.44	-17.67
	2024-11-19	Buy(Maintain)	210,125원	6개월	-21.68	-16.87
	2025-02-10	Buy(Maintain)	200,640원	6개월	-17.65	-13.38
	2025-02-28	Buy(Maintain)	218,880원	6개월	-25.04	-21.10
	2025-04-15	Buy(Maintain)	209,760원	6개월	-26.17	-17.66
	2025-08-11	Buy(Maintain)	218,500원	6개월	-27.52	-19.65
	2025-11-05	Buy(Maintain)	218,500원	6개월	-19.38	-11.66
	2026-01-05	Buy(Maintain)	237,500원	6개월	-13.48	-0.27
	2026-04-07	Buy(Maintain)	237,500원	6개월	-18.21	-0.27
	2026-08-18	Buy(Maintain)	250,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

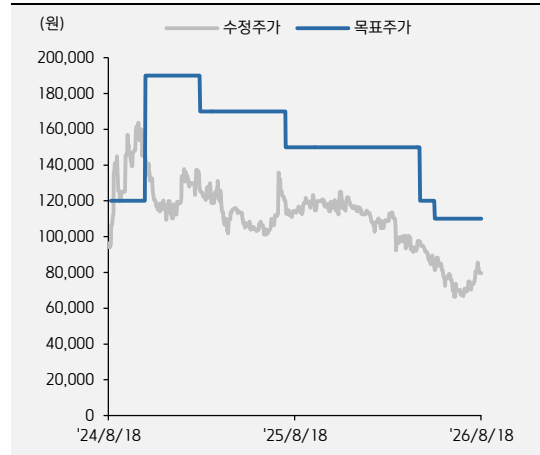


투자이견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
유한양행 (000100)	2024-08-22	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	16.45	36.42
	2024-10-29	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-35.44	-24.63
	2025-01-20	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-34.42	-24.63
	2025-02-13	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-27.43	-22.88
	2025-03-27	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-33.21	-20.12
	2025-07-31	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-22.87	-18.87
	2025-09-22	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-22.20	-16.67
	2026-01-13	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-22.77	-16.67
	2026-04-20	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-24.80	-19.08
	2026-05-19	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-31.14	-19.73
	2026-08-18	Buy(Maintain)	110,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

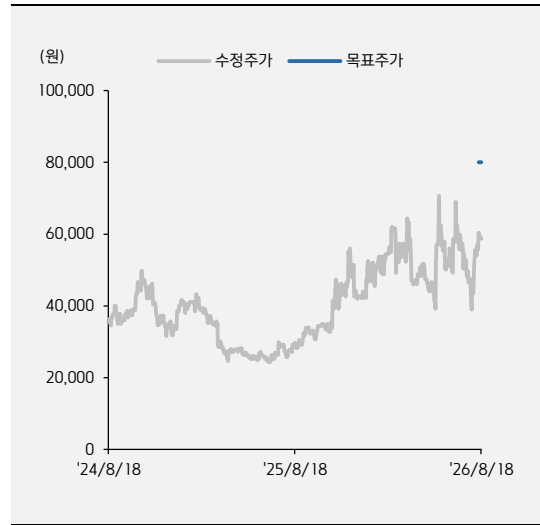


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
한울 바이오파 (009420)	2026-08-18	BUY(Initiate)	80,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%