MIRAE ASSET 미래에셋증권

2026 OUTLOOK REPORT

글로벌 바이오텍 (비중확대)

2026년 전망: 차세대 모달리티를 위한 전략

서미화, Ph.D mihwa.seo@miraeasset.com
조세은 seeun.jo@miraeasset.com

탑픽 및 관심종목

에스티팜 (237690)	녹십자 (006280)
애브비 (ABBV US)	노바티스 (NVS US)
우시 XDC 케이맨 (02268 HK)	듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

CONTENTS

[요약] 특허절벽에 대응할 때 03p

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰 04p

II. 2026년 전망: New modality 16p

종목 분석 25p

에스티팜 (237690) – Top picks

녹십자 (006280)

애브비 (ABBV US)

노바티스 (NVS US)

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

[요약] 특허절벽에 대응할 때

New modality로 특허절벽에 대응

01
[글로벌 바이오텍]
특허절벽에 대응

- 2020년대 중반부터 많은 블록버스터 약물들의 특허 만료로 대형 제약사들은 후속 파이프라인을 빠르게 채워 넣을 방법을 모색. 하나의 신약을 발굴·승인 받는 데 드는 비용이 수조 원에 달하고 연구 기간도 길기 때문에 제약사들은 개발 비용과 시간을 절감하는 방법으로 기술도입 및 인수를 택하고 있음
- 2025년 기술이전 및 인수딜을 보면, 종양 및 대사질환 적응증에 대한 관심이 여전히 높고, 이중항체나 ASO 모달리티에 대한 관심이 기술이전 딜 수 및 금액 증가로 나타나고 있음
- 관련 기업: 애브비(ABBV US), 노바티스(NVS US)

02
[기술이전의 대상]
New modality

- 항암제 개발에는 여전히 ADC라는 모달리티를 선호하고 있으며, AOC, DAC, 방사성의약품 등 변형된 형태의 차세대 ADC 모달리티에 대한 관심도 높아지고 있음
- 면역항암제 낮은 반응율을 해결하기 위한 방법으로 이중 또는 삼중 특이성 항체에 대한 관심도 증가
- 질환단백질을 제거하는 개념의 RNAi 치료제를 중심으로 RNA 치료제에 대한 연구개발 증가
- 관련 기업: 리가켐바이오(141080), 에스티팜(237690)

03
[이슈 완화]
관세, 생물보안법

- 관세: 한미 관세 협정 타결로 국내 의약품 최혜국(MFN) 관세율 적용 받게 되며, 관세 불확실성 해소된 것으로 판단(10/29). 휴젤의 보툴리눔 톡신, 녹십자의 알리글로 등이 포함될 것으로 예상
- 생물보안법: 10월 미국 상원 통과, 양원 승인 후 대통령 서명 후 시행 가능. 연내 입법 가능성 높을 것으로 예측
- 관련 기업: 녹십자(006280)

I

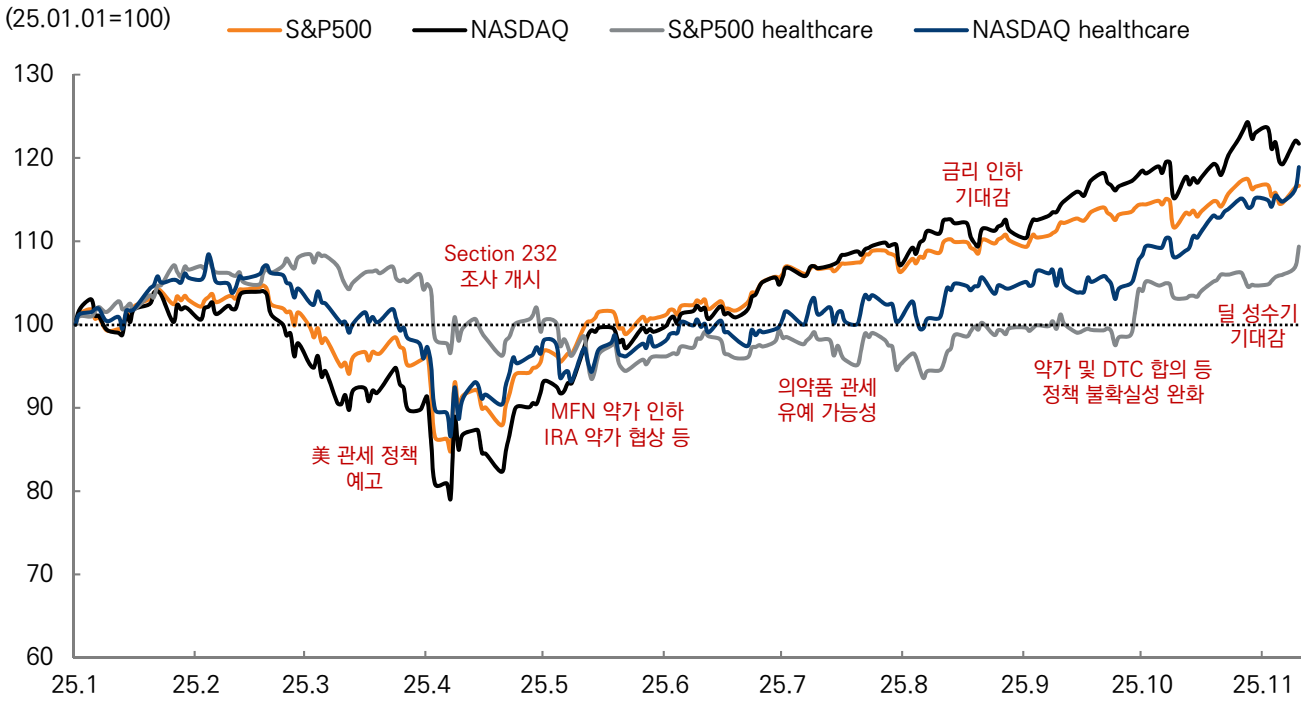
2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

4분기 이후 회복 중인 헬스케어 지수

- 2025년 글로벌 헬스케어 지수는 S&P 500 및 나스닥 인덱스 모두를 하회
- 헬스케어 인덱스 모두 4월 저점(관세 정책 예고)이었던 S&P 500 및 나스닥 인덱스 대비 하락률이 크지 않았고, 4월 이후 상승폭도 크지 않았음
- 10월 약가 및 DTC 합의 등의 정책 불확실성이 완화되며 주가 상승 추세
- 금리 인하 기대감 및 4분기 딜 성수기인 점도 주가 상승에 기여 중

글로벌 헬스케어 인덱스 추이



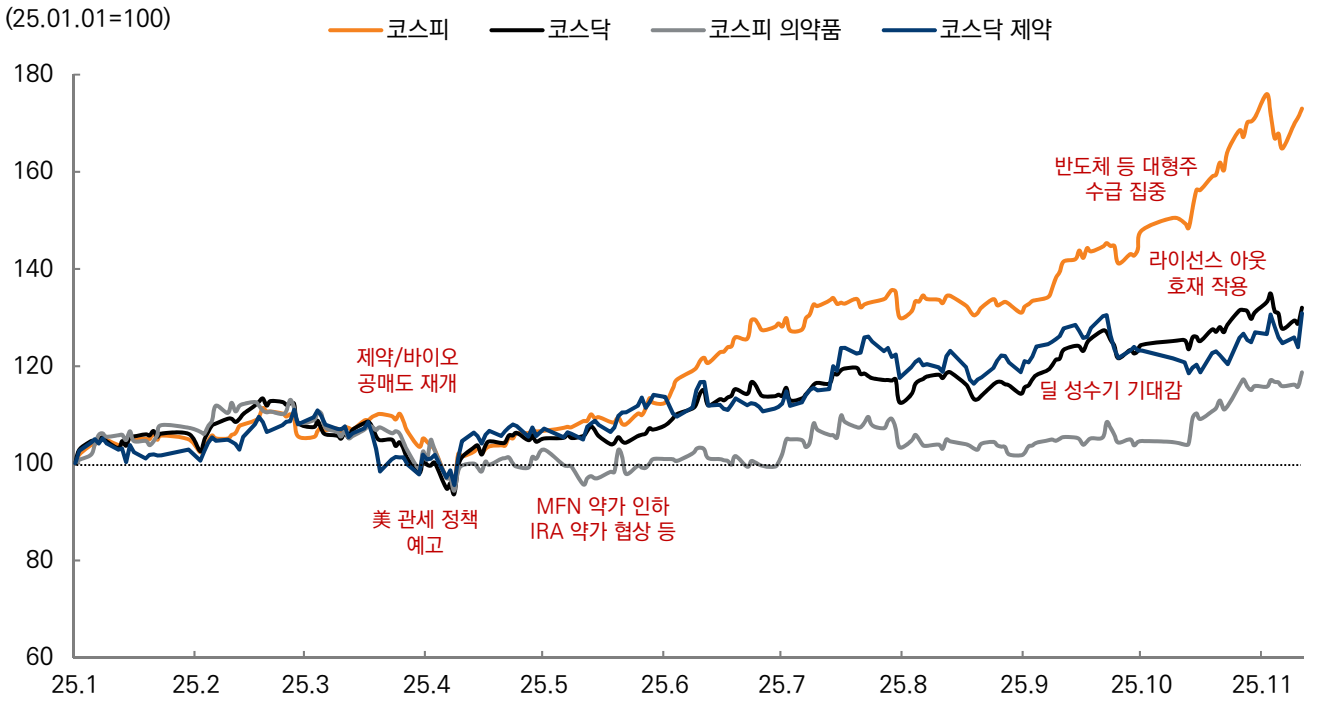
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

코스닥 제약 지수로 만회

- 2025년 코스피 의약품 지수(+19% YTD)와 코스닥 제약 지수(+31% YTD) 모두 시장(코스피 +73% YTD, 코스닥 +32% YTD) 대비 언더퍼폼
- 특히 코스피 의약품 지수는 크게 하회함. 반도체 중심 대형주의 주가가 크게 상승했으나, 코스피 헬스케어 기업의 주가가 상승률을 따라가지 못했기 때문
- 코스닥 제약 지수는 시장을 소폭 언더퍼폼 했으나, 최근 에이비엘바이오-릴리 라이선스 아웃, 비만치료제 관련 기업에 대한 빅파마의 관심 증가 등의 호재로 주가 상승 중에 있음

국내 헬스케어 인덱스 추이



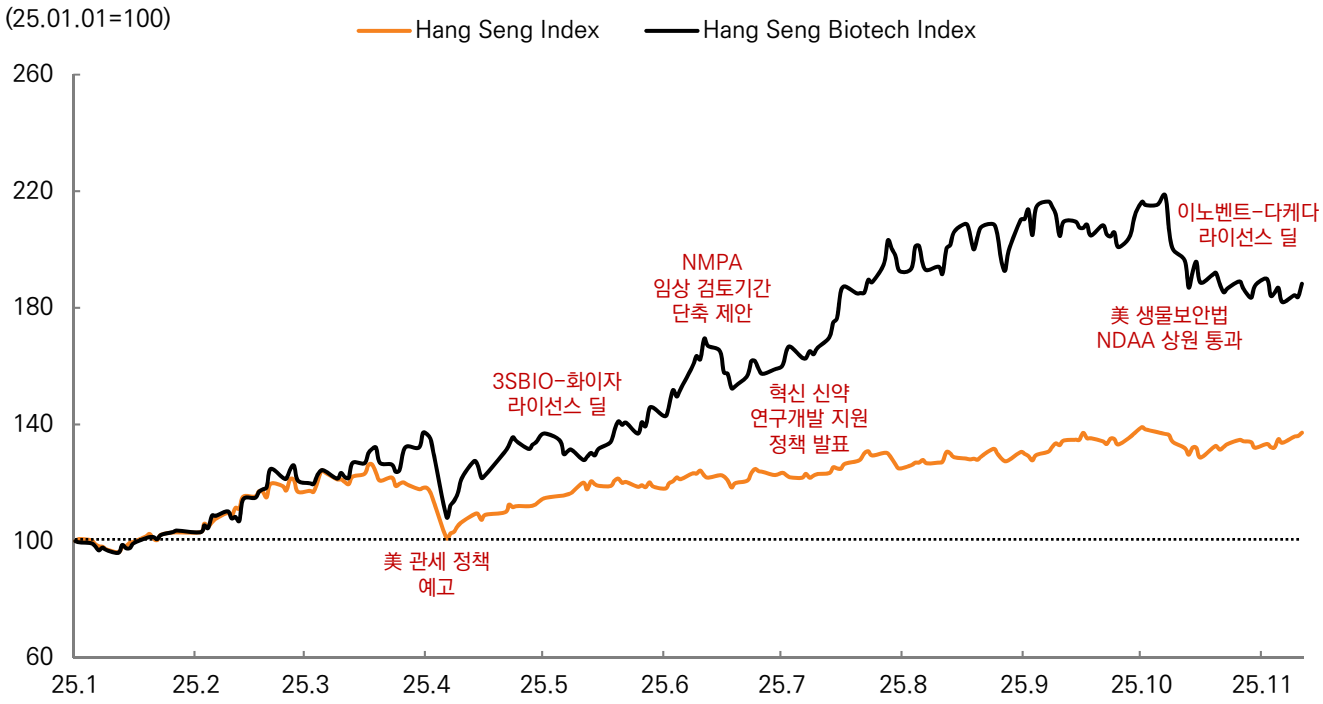
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

바이오 지수가 가장 좋았던 중국

- 2025년 중국 헬스케어 지수는 4월을 기점으로 크게 반등하며 시장을 크게 아웃퍼폼
- 항셍 인덱스는 연초 대비 37% 상승한데 비해 항셍 바이오텍 인덱스는 88% 상승했음
- 중국 기업들의 기술이전 성과가 이어지며 주가 상승으로 이어졌음
- 특히, 5월 3SBIO-화이자, 10월 이노벤트-다케다의 딜은 선급금 10억 달러 이상의 빅딜이었으며 중국 바이오텍의 기술력에 대한 신뢰도가 높아지는 계기로 작용

중국 헬스케어 인덱스 추이



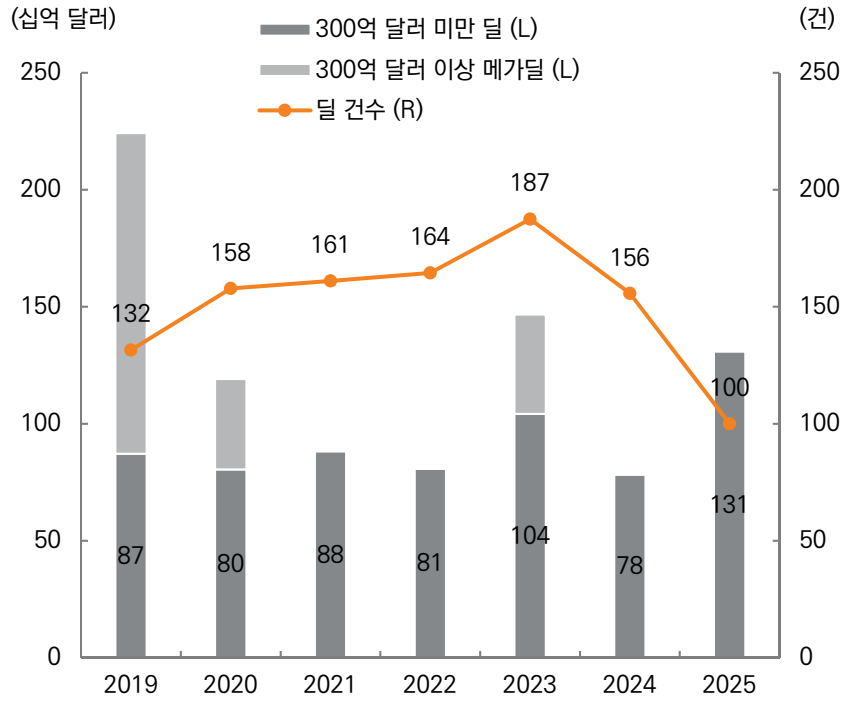
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

질적으로 성장한 M&A

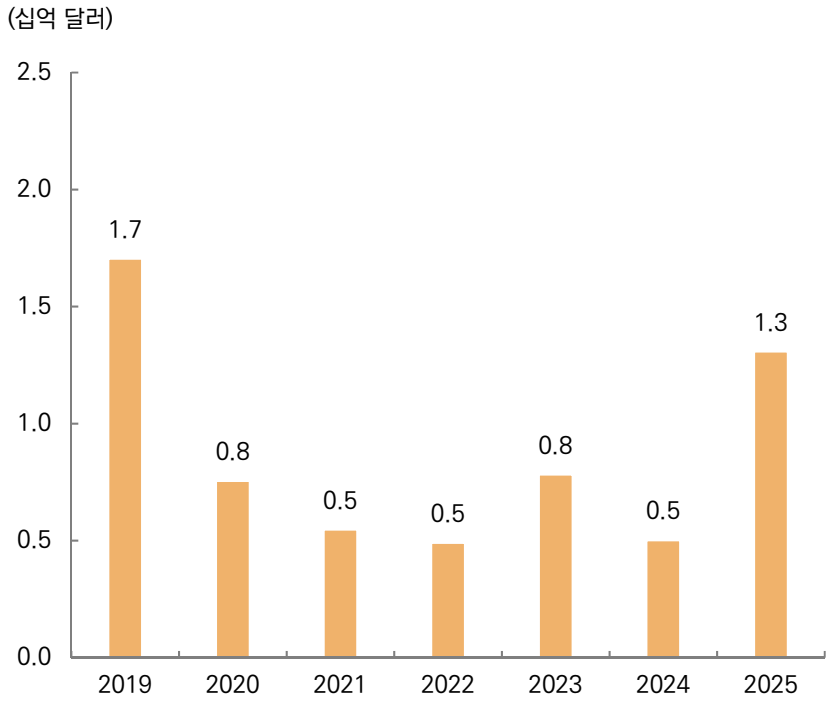
- 2025년 300억 달러 이상의 메가딜은 여전히 없었으나, 24년 대비 평균 딜 규모가 5억 달러에서 13억 달러로 약 160% 증가
- 2024년 딜 건수 156건 대비 100건으로 낮아졌음에도 불구하고 대부분의 딜이 일정 규모 이상으로 진행되면서 평균 딜 규모가 높아진 것으로 보임
- 딜의 수는 감소하고 있으나 딜 자체의 규모가 커지고 있다는 점을 주목할 필요가 있음

글로벌 바이오파마 M&A 규모 추이



주: 2025 YTD
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 바이오파마 M&A 평균 딜 규모 추이



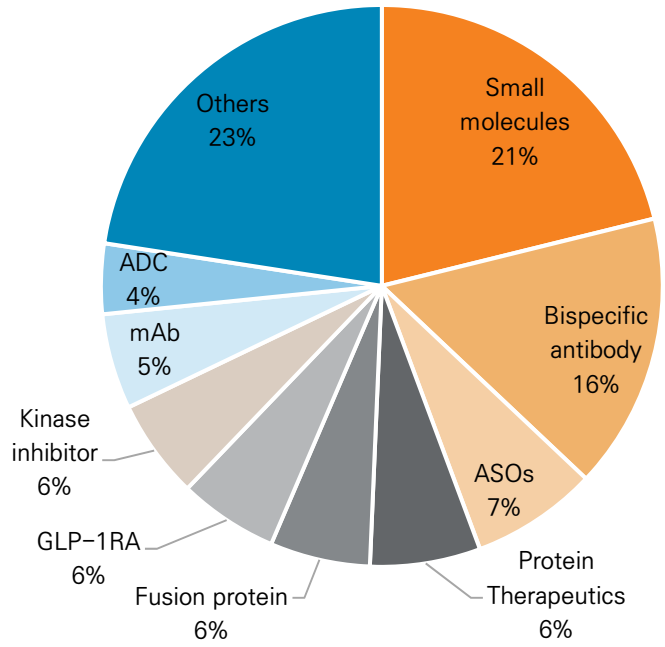
주: 2025 YTD
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

모달리티와 적응증이 다양해지고 있음

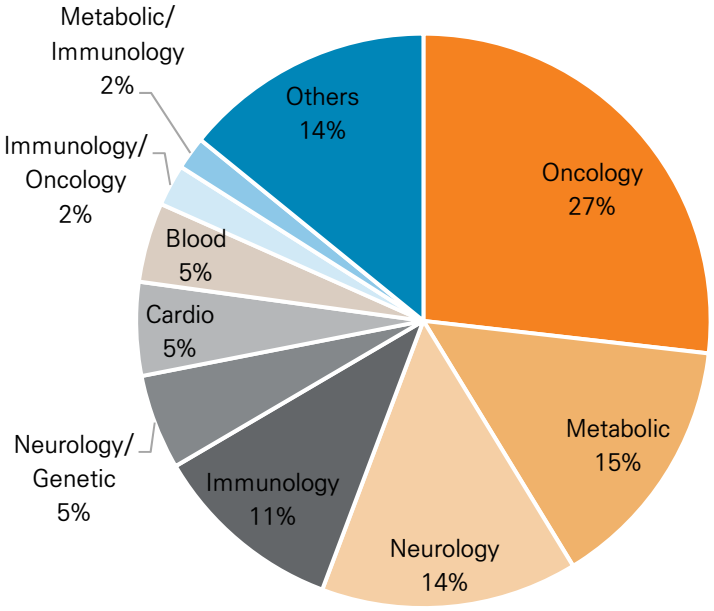
- 2025년 기준, 여전히 저분자화합물 관련 딜이 많으나 이중항체 딜이 전체 비중의 16%를 차지. ASO와 같은 비교적 신규 모달리티의 라이선스 딜 비중도 7%를 차지
- 질환별 딜 비중은 여전히 종양학 분야가 27%를 차지. 비만 및 MASH 치료제에 대한 관심이 높아짐에 따라 대사질환 관련 딜 비중도 15%. 그 뒤 순위로는 신경계질환(14%), 면역질환(11%) 순서

모달리티별 M&A 및 라이선싱 딜 비중



주: 2025 YTD
자료: LABIOTECH, 미래에셋증권 리서치센터

질환별 M&A 및 라이선싱 딜 비중



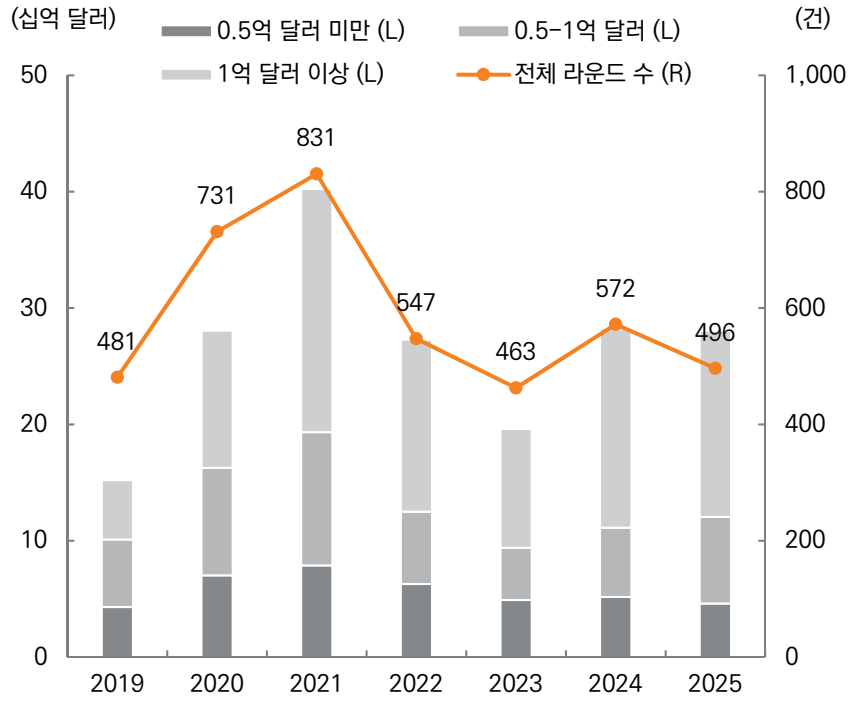
주: 2025 YTD
자료: LABIOTECH, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

국내 VC: 바이오 투자 비중 증가

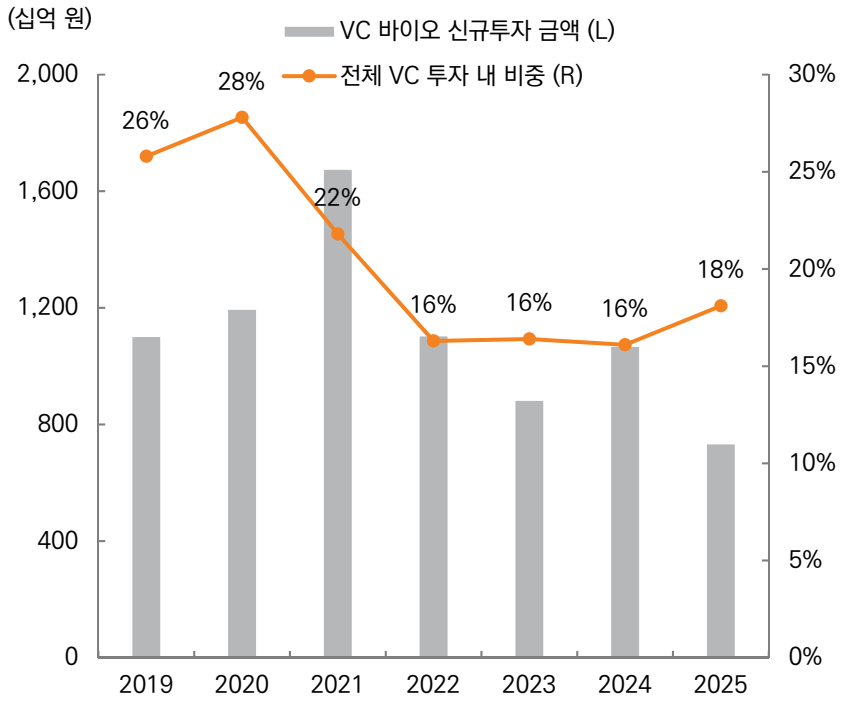
- 해외 VC 바이오파마 전체 투자 금액 및 딜 수 모두 24년과 유사한 수준이 될 것으로 보임
- 국내 VC 바이오파마 투자 금액은 2024년 대비 31% 감소한 7,352억원(25년 8월 기준)
- 하지만 전체 VC 투자 내 비중은 전년 16.1% 대비 증가한 18.1%. 전체 투자 금액 내에서 바이오 투자 비중이 증가하고 있다는 점이 긍정적 포인트

해외 벤처캐피탈의 바이오파마 투자



주: 2025 YTD
자료: Evaluate Pharma, Biomedtracker, 미래에셋증권 리서치센터

국내 벤처캐피탈의 바이오 투자 비중 증가



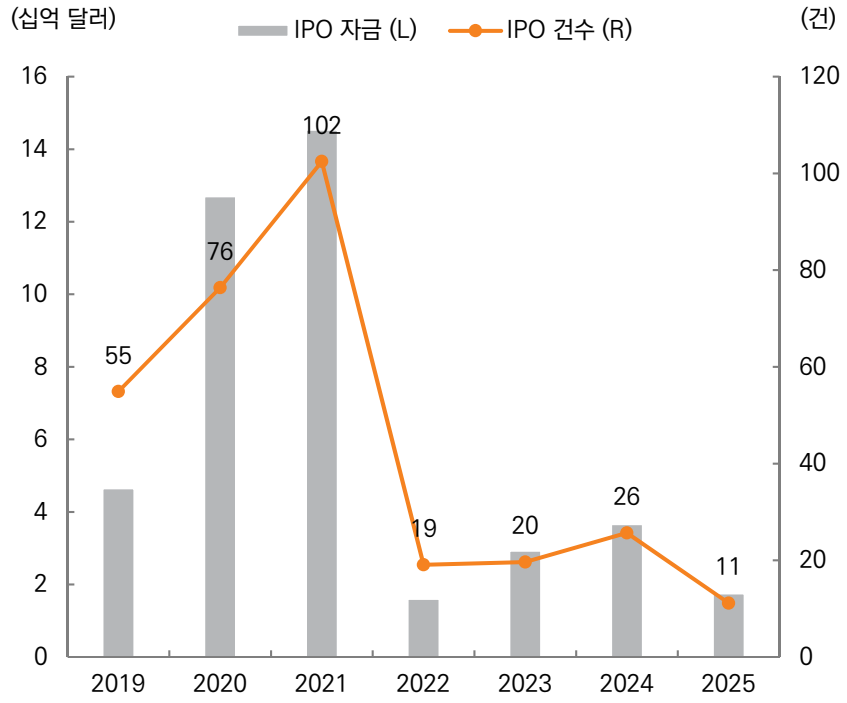
주: 2025년 8월 기준
자료: 한국벤처캐피탈협회, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

다시 회복 중인 국내 바이오텍 IPO 시장

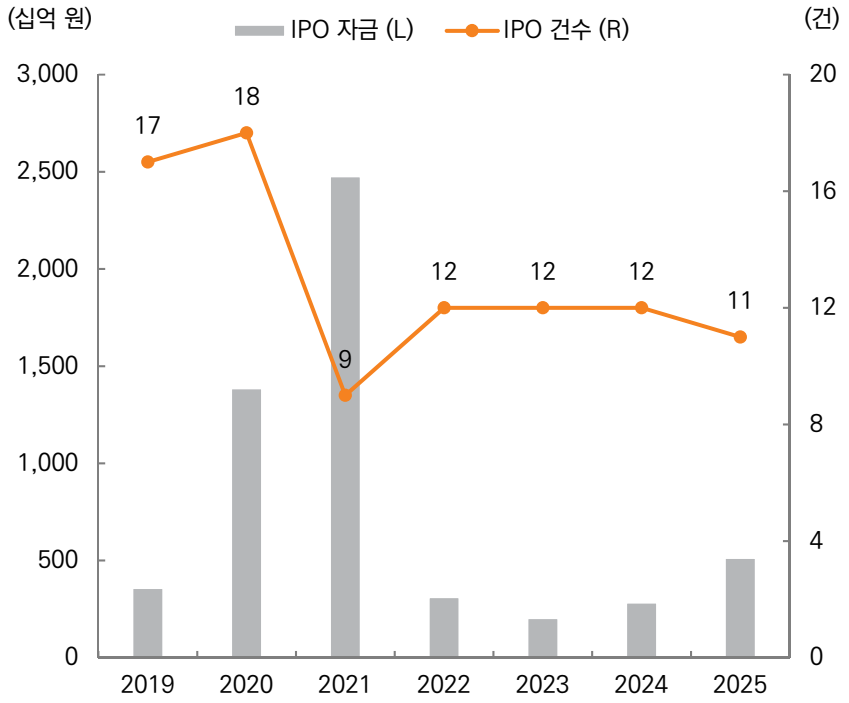
- 해외의 경우 IPO 수는 11건으로 24년(26건) 대비 감소, 기업별 IPO 자금 규모도 20억 달러로 감소
- 국내 IPO는 11건(24년 12건), IPO 금액은 5,130억원으로, 2024년 대비 81% 증가
- 지투지바이오(25년 8월 상장), 에임드바이오(12월 예정) 등 시가총액이 큰 바이오텍 기업이 상장하고 있는 효과. 과거 대비 상장 이후의 주가도 안정적이거나 상승으로 이어지면서 바이오텍 IPO에 대한 관심이 높아짐

해외 바이오텍 IPO 시장



주: 2025 YTD
자료: Evaluate Pharma, Scrip, 미래에셋증권 리서치센터

국내 바이오텍 IPO 시장



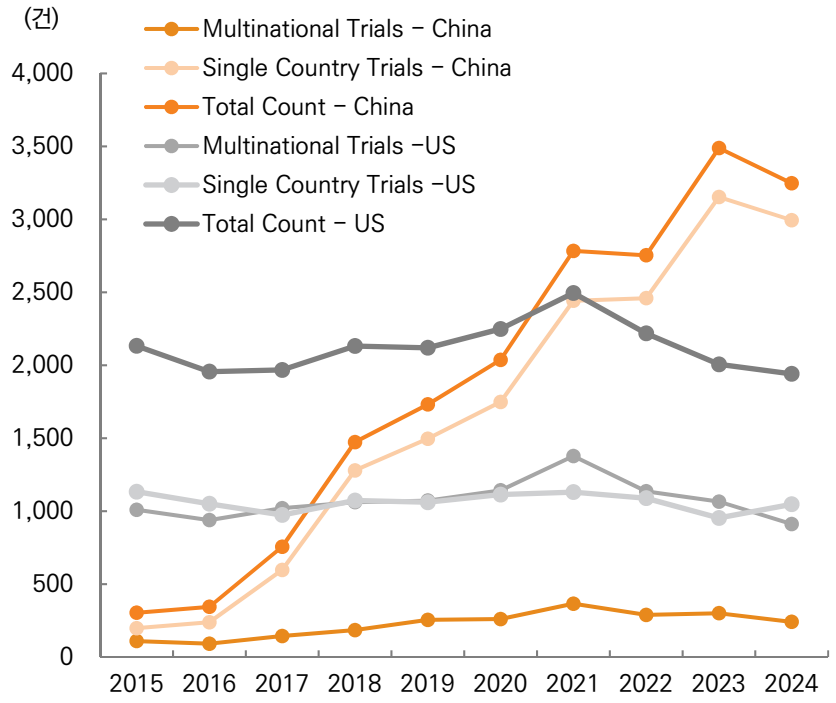
주: 2025 YTD, 신규상장 기준
자료: KRX KIND, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

헬스케어 부양정책으로 중국 바이오 레벨 업

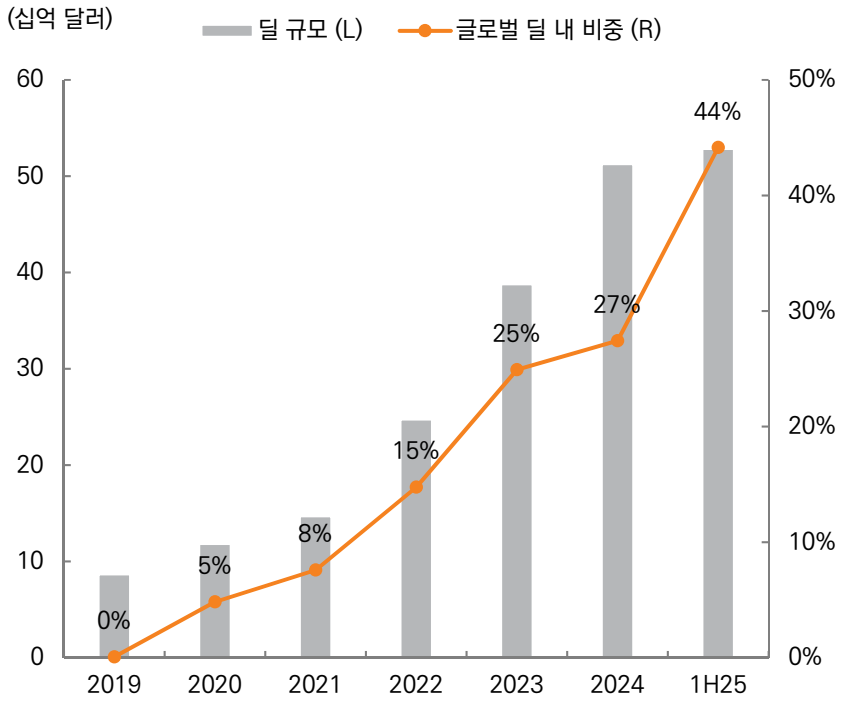
- 2017년 부터 중국의 신약 임상 시험 건수는 급격히 증가
- 세제 혜택: 중국은『중화인민공화국 기업소득세법(2019)』에 따라 신약 개발 바이오 기업에 15%의 세율 부과(일반 기업의 경우 25% 적용)
- 25년 중국 메디컬 학사 졸업생은 80만 명이며, 제약 기업의 대졸자 연봉은 4년간 4% CAGR 증가
- 24년 중국 라이선스 아웃 딜 규모 512억 달러(+27.4% YoY). 1H25 라이선스 아웃 규모는 이미 전년도를 초과 달성했으며, 글로벌 딜 내 비중은 44.5%

미국·중국 혁신 신약 임상시험 건수 추이



자료: Global Data, 미래에셋증권 리서치센터

중국 라이선스 아웃 딜 규모 및 비중 추이



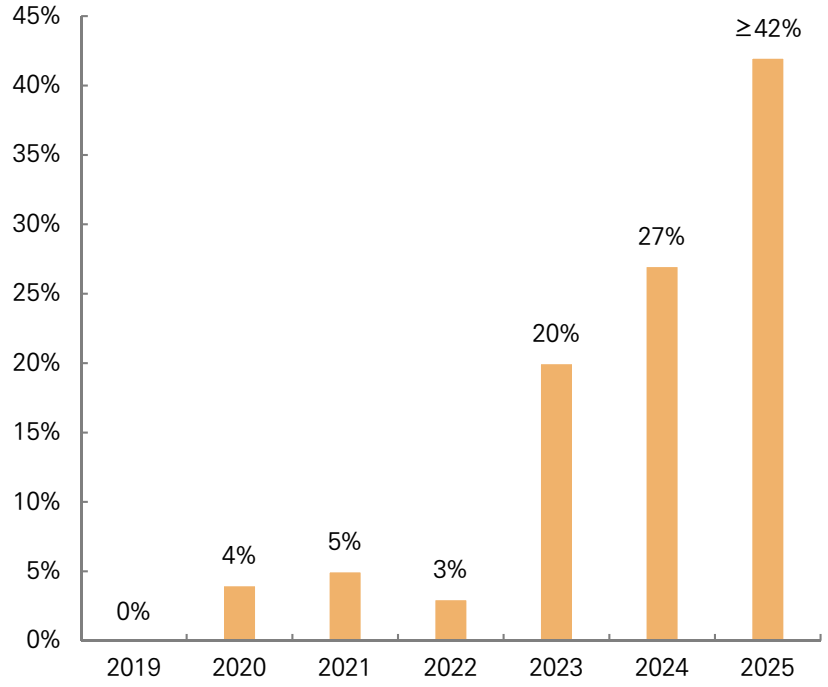
자료: PharmCube, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

중국 기업의 글로벌 기술이전 수 증가

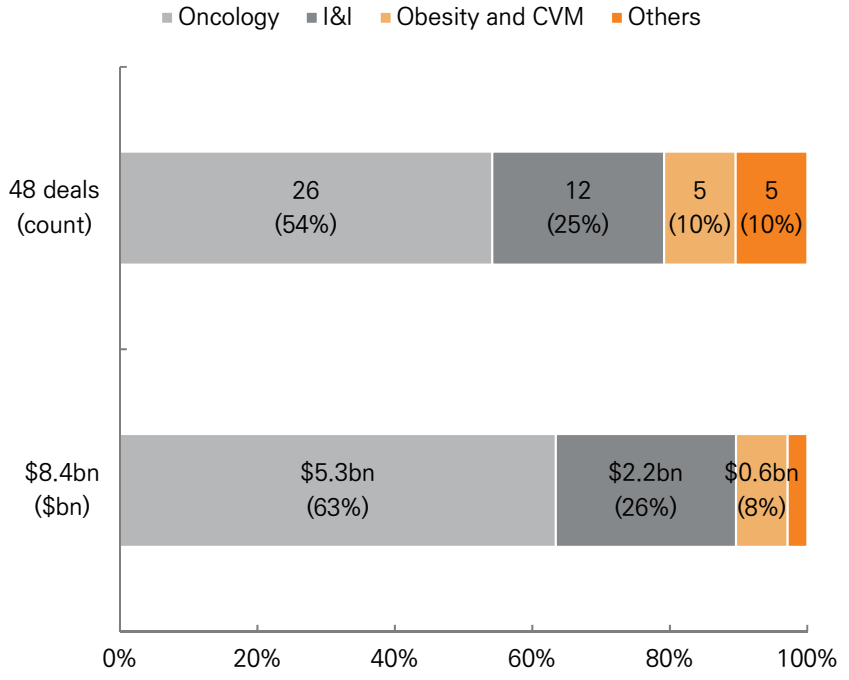
- 중국 기업들의 미국향 기술이전이 지속되고 있음. 2025년 20건 이상의 기술이전 체결
- 선급금 5,000만 달러 이상의 딜 비중이 25년 기준 40% 이상으로 급증. 그 중 3SBIO-화이자, 이노벤트-Takeda의 딜은 선급금만 10억 달러가 넘는 빅딜로 전세계 관심 집중
- 중국 기업들이 빅파마들의 unmet needs를 정확하게 파악하고 있다는 것이 핵심이며, 이로 인해 빠른 시간 내에 대형 딜이 성사된 것으로 판단
- 여전히 종양학 분야는 주목받는 질환이며, 항암제 중 차세대 면역항암제와 ADC에 대한 관심이 높음

중국 바이오텍의 $50mn 이상 선급금 딜 급증



주: 2025 YTD
자료: CNBC, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 중국 라이선싱 딜: 질환별 딜 건수 및 선급금 규모



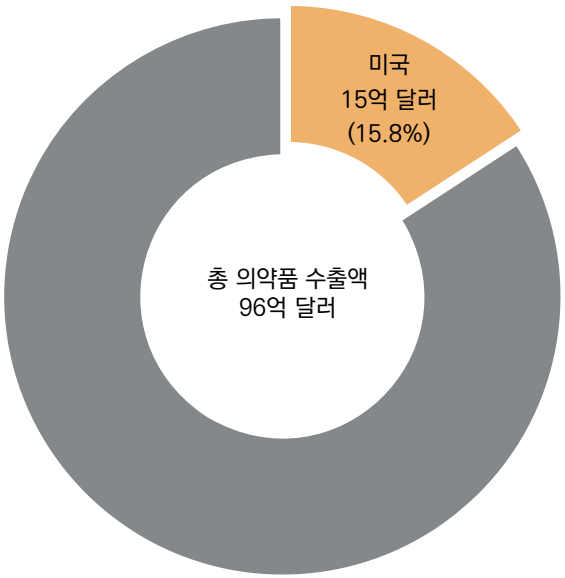
주: 해당 연도에 해외 인허가 또는 기술이전을 완료한 파이프라인 기준
자료: Nature(2025), 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

국내 주요 이슈: 관세와 기술이전

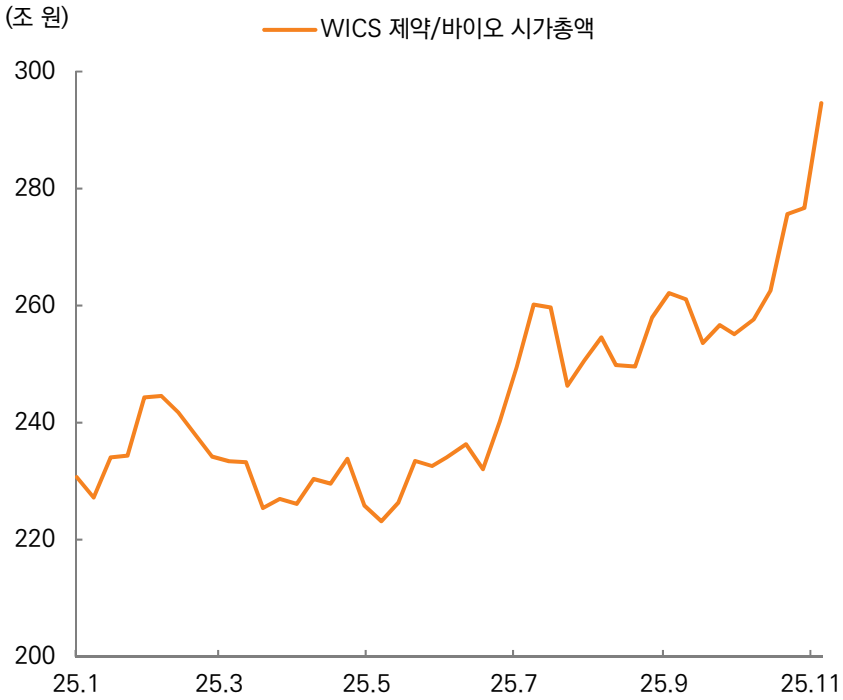
- 한미 관세 협정 타결로 국내 의약품 최혜국(MFN) 관세율 적용 받게 되며, 관세 불확실성 해소된 것으로 판단(10/29). 휴젤의 보툴리눔 톡신, 녹십자의 알리글로 등이 포함될 것으로 예상
- 2024년 기준 대미 의약품 수출액 약 15억 달러 규모. 전년 대비 약 50% 성장
- 국내 기업 기술이전 딜은 동일한 기업이 2건의 기술이전(에이비엘바이오, 에임드바이오)을 한 것과 비상장 기업의 기술이전 딜(에임드바이오, 알지노믹스)이 많았던 것이 특이점

2024년 의약품 대미 수출 규모 및 비중



자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

국내 제약/바이오 기업 시가총액 추이



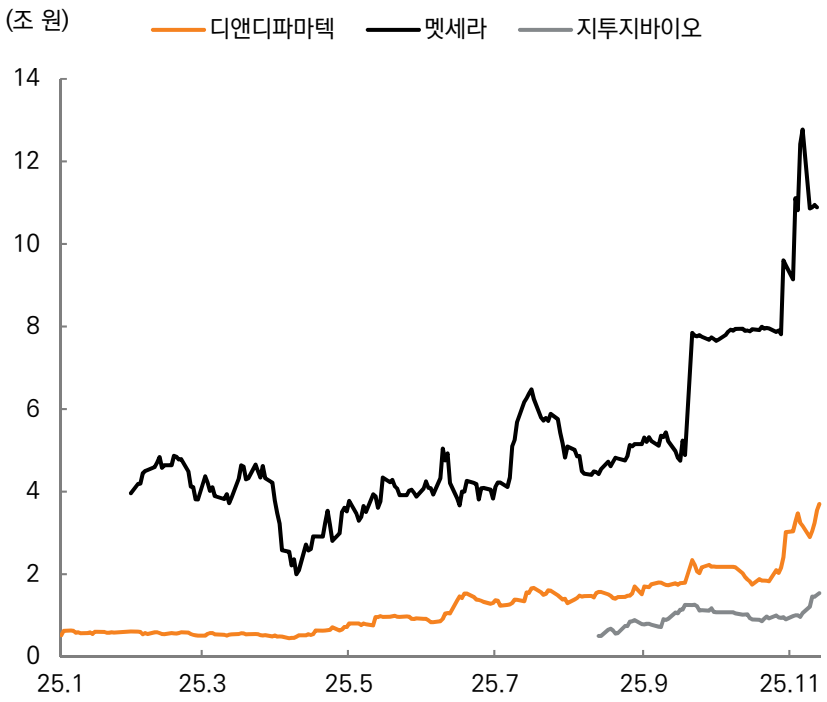
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

I. 2025년 글로벌 바이오텍 리뷰

해외 파트너사

- 비만치료제 기업 멧세라 인수를 위해 화이자-노보노디스크가 경쟁. 비만치료제 시장 내 경쟁이 여전히 치열함을 확인
- 국내 기업들의 기술이전으로 해외 다양한 파트너사가 존재하며 파트너사의 R&D 결과 및 주요 뉴스 등에 주가가 민감하게 반응
- 디앤디파마텍-멧세라, 에이프릴바이오-에보뮨, 한올바이오파마-이뮤노반트 등

디앤디파마텍-멧세라, 지투지바이오 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한올바이오파마-이뮤노반트 시가총액 추이

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II

2026년 전망: New modality

II. 2026년 전망: New modality

제약사: 특허절벽, R&D 효율성 증대 전략이 필요

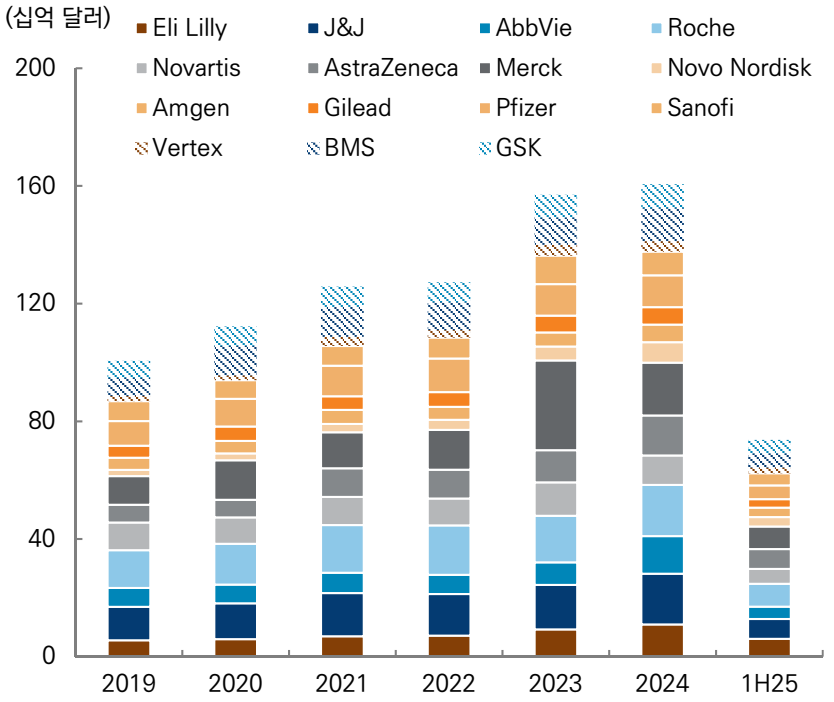
- 특허절벽 대응: 2020년대 중반부터 많은 블록버스터 약물들의 특허 만료로 인한 특허절벽이 예고되면서, 제약사들은 후속 파이프라인을 빠르게 채워 넣을 방법을 모색 중
- 빅파마들은 극심한 R&D 효율 저하에 직면하고 있음. 이는 신약 하나를 발굴·승인받는 데 드는 비용이 수조 원에 달하고 실패율도 높기 때문
- 노바티스는 주요 제품인 Entresto(심혈관질환 치료제)의 특허 만료에 따른 매출감소 우려로 주가 하락. 일본 Takeda는 Entyvio(염증성장질환 치료제) 특허 만료에 대한 대안으로 이노벤트로부터 신약 후보물질 도입

빅파마들의 주요 특허 만료 의약품

약물	회사	2024 매출	첫 FDA 승인	美 특허만료
Keytruda	Merck & Co.	$29.48B	2014	2028
semaglutide	Novo Nordisk	$29.28B	2017	2032
Dupixent	Sanofi, Regeneron	$14.14B	2017	2031
Biktarvy	Gilead	$13.47B	2018	2033
Eliquis	BMS, Pfizer	$13.33B	2012	2026
Skyrizi	AbbVie	$11.72B	2019	2033
Darzalex	J&J	$11.67B	2015	2029
Trikafta	Vertex	$10.24B	2019	2037
Opdivo	BMS	$10.18B	2014	2028
Gardasil 9	Merck & Co.	$8.58B	2014	2028
Ocrevus	Roche	$7.66B	2017	2028
Entyvio	Takeda	$6.00B	2014	2032
Trulicity	Eli Lilly	$5.25B	2014	2027

자료: Evaluate Pharma, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 제약사들의 연간 R&D 비용 추이



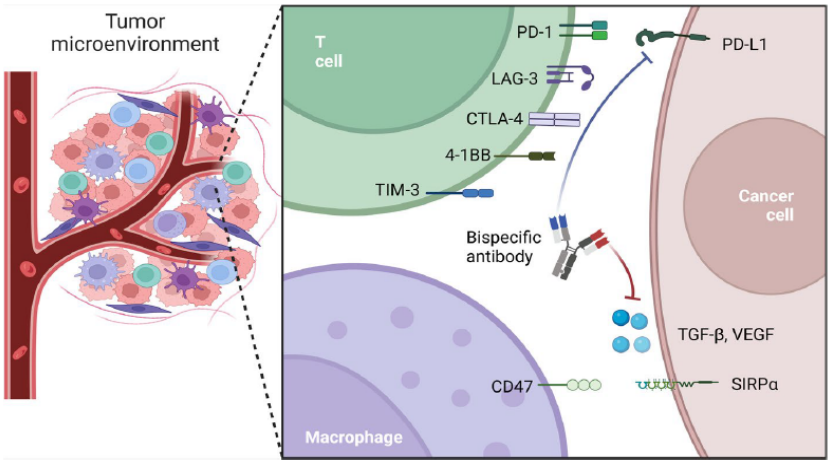
주: 시가총액 상위 15개 기업
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: New modality

1. 차세대 면역항암제

- 현재 글로벌 항암 치료의 표준요법(Standard of Care)은 여전히 PD-1 면역항암제+화학요법 조합
- 많은 기업들이 화학요법을 ADC로 대체하고자 함(replace chemo with ADC)
- 다이이찌산쿄의 성공 사례가 ADC가 '화학요법 대체제'로서 효과적일 수 있음을 증명하고 있음
- **이중특이성 항체, ADC 전략 모두에서 PD-1, PD-L1을 사용하는 전략 유효**. PD-1/PD-L1의 특허가 만료되는 시기가 얼마 남지 않은 상황에서 제네릭 개발도 확대 중

두 가지 면역억제분자를 동시 표적으로 하는 이중항체의 시너지 효과



자료: Cell Communication and Signaling(2024), 미래에셋증권 리서치센터

PD-1/PD-L1를 포함한 이중항체 파이프라인 현황

Targets	Representative Agents	Highest R&D Stage	Companies
TGFβ×PD-L1	M7824 (Bintrafusp alfa), SHR-1701, PM8001, TQB-2858	Phase 3 (M7824, SHR-1701)	Merck KGaA, Hengrui Pharma, Pumis Biotech, Nanjing Shunxinh
CD47×PD-L1	IBI322	Phase 2	Innovent Biologics
VEGF×PD-L1	AK112 (Ivonescimab), PM8002, B19G2	Market application/ Phase 2/3	Akeso Biopharma, Pumis Biotech, Tasly Pharma
4-1BB×PD-L1	GEN1046	Phase 2	Genmab
LAG-3×PD-L1	IBI323, Tebotelimab (MGD013), RO7247669 (Tebostomig)	Phase 3 (RO7247669)	Innovent Biologics, MacroGenics, Roche
CTLA-4×PD-1	MGD019 (Lorigerlimab), QL1706	Phase 2/3	MacroGenics, Qilu Pharma
CTLA-4×PD-L1	KN046, MEDI5752	Phase 3	Alphamab Bio, AstraZeneca
TIM-3×PD-L1	LY3415244, RO7121661 (Leramilimab)	Phase 2	Eli Lilly, Roche
PD-1×PD-L1	LB1410, IBI318	Phase 2	L&I Biopharma, Innovent Biologics
TIGIT × PD-L1	ADG296 (Rivocotamab)	Phase 3	AstraZeneca

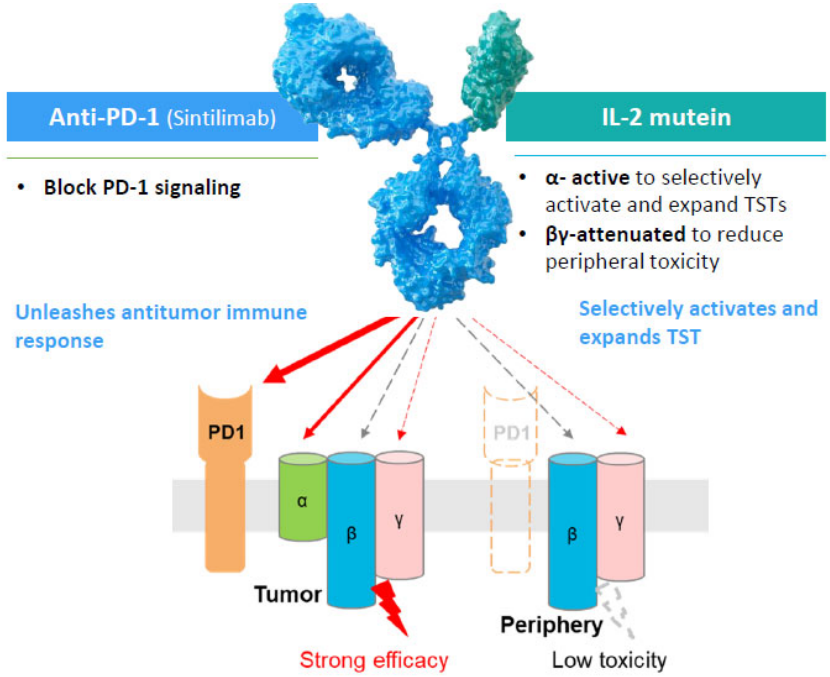
자료: Cell Communication and Signaling(2024), 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: New modality

1. 차세대 면역항암제

- PD-1/CTLA-4, PD-1/TIGIT, PD-1/VEGF, PD-1/IL-2 이중항체는 모두 비소세포폐암에서 긍정적인 효과를 보이고 있음
- 다케다-이노벤트 기술이전 파이프라인 중 하나인 IBI363도 PD-1/IL-2 이중항체(글라우딘18.2 ADC를 포함한 전체 딜 규모 102억 달러)
- 3S바이오-화이자 딜의 파이프라인 SSGJ-707도 PD-1과 VEGF에 동시에 결합 가능한 이중항체로 총 규모 60억 달러의 딜

IBI363(PD-1/IL-2 이중항체)



자료: Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

PD-1 이중항체 주요 딜 정리

시기	인수자 -바이오텍	약물명	기전	적용범위	선급금/마일스톤
22.12	Summit -Akeso	AK112	PD-1×VEGF	3상 진행	선급금 $500 mn, 마일스톤 $5.0 bn
24.11	MSD(머크) -LaNova	LM-299	PD-1×VEGF	1상 진행/ 확장	선급금 $588 mn, 마일스톤 $2.7 bn
25.05	Pfizer -3SBio	SSGJ-707	PD-1×VEGF	Ex-China, 2/3상 예정	선급금 $1.25 bn, 마일스톤 $4.8 bn, 로열티
25.06	BMS -BioNTech	BNT327	PD-L1×VEGF	다수 암종, 3상 진행	선급금 $1.5 bn, 마일스톤 총 $11.1 bn, 50:50 프로핏 쉐어
25.10	Takeda -Innnovent	IBI363	PD-1×IL 2	임상 3상	선급금 $1.2bn, 마일스톤 $ 11.4 bn * 단, 추가 2건 파이프라인 포함 금액

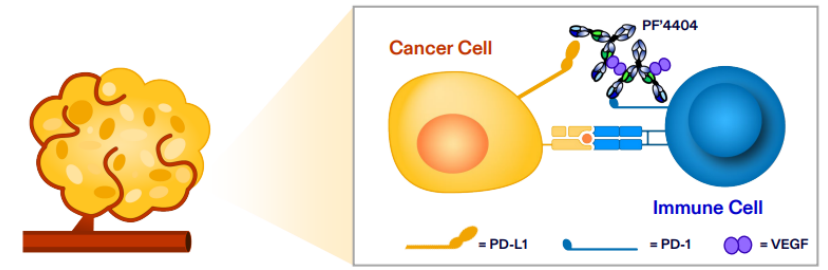
자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: New modality

1. 차세대 면역항암제

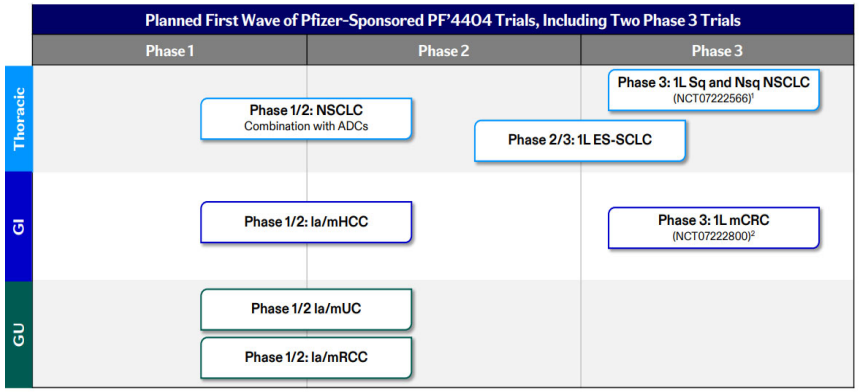
- 화이자는 PD-1xVEGF 이중항체 PF-08634404(SSGJ-707)에 대한 단기 임상 7건을 발표(11/10)
- 26년 말까지 10개 이상의 적응증 및 병용요법을 준비 중. 현재 2건의 임상 3상이 ClinicalTrials에 등록. 1) Keytruda와 직접 비교하는 비소세포폐암(NSCLC) 1차 치료 임상과 2) 전이성 대장암 대상 화학요법 병용요법을 bevacizumab+화학요법과 비교하는 임상
- 화이자는 자체 ADC와의 병용 임상1/2상도 진행 예정이며, 소세포폐암(ES-SCLC), 간암, 방광암, 신장암 등에서도 1/2상 또는 2/3상을 계획 중

PF-08634404(SSGJ-707)의 MOA



자료: Pfizer, 미래에셋증권 리서치센터

PF-08634404(SSGJ-707) 임상 계획



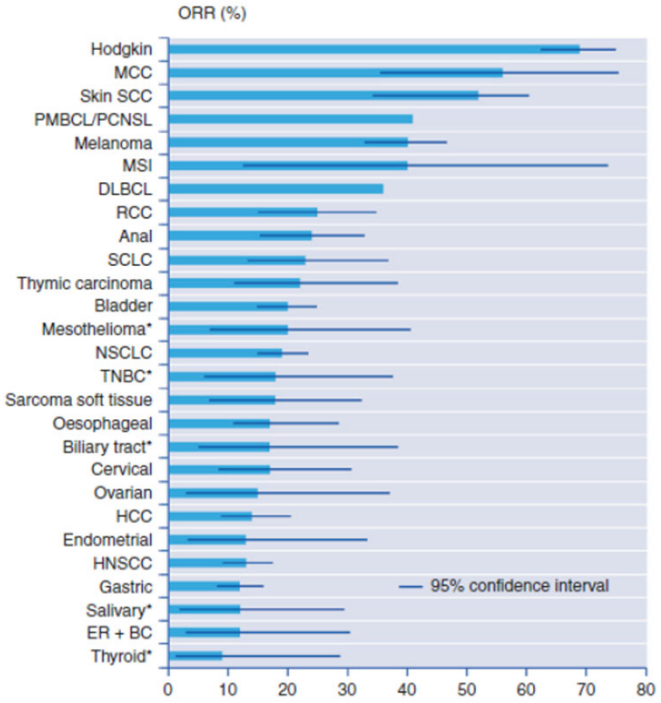
자료: Pfizer, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: New modality

2. 차세대 ADC

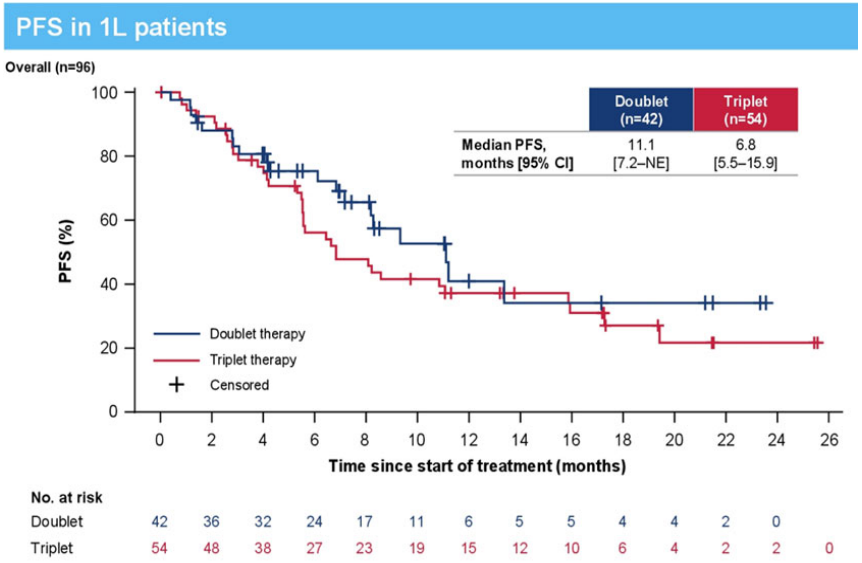
- 2024년 기준 전세계 면역항암제 매출은 450억 달러. 그럼에도 불구하고 특정 암종에서의 면역항암제 단독 효능은 여전히 낮음. 면역항암제의 효능을 더 높일 수 있는 방법은 여전히 중요함
- 다이이찌산쿄가 발표한 면역항암제 + 화학요법 + Trop2 ADC 요법은 비소세포폐암 1차 치료에서 중앙 무진행 생존기간(PFS) 11.1개월(vs. 대조군 6.6개월)로 나타남
- 면역항암제+ADC 병용이 효능을 증가시킬 수 있는 가능성을 제시함

특정 종양에서 여전히 낮은 면역항암제의 효능



자료: ASCO, Innovent, 미래에셋증권 리서치센터

면역항암제+ADC 병용으로 효능 증가가 가능함을 제시



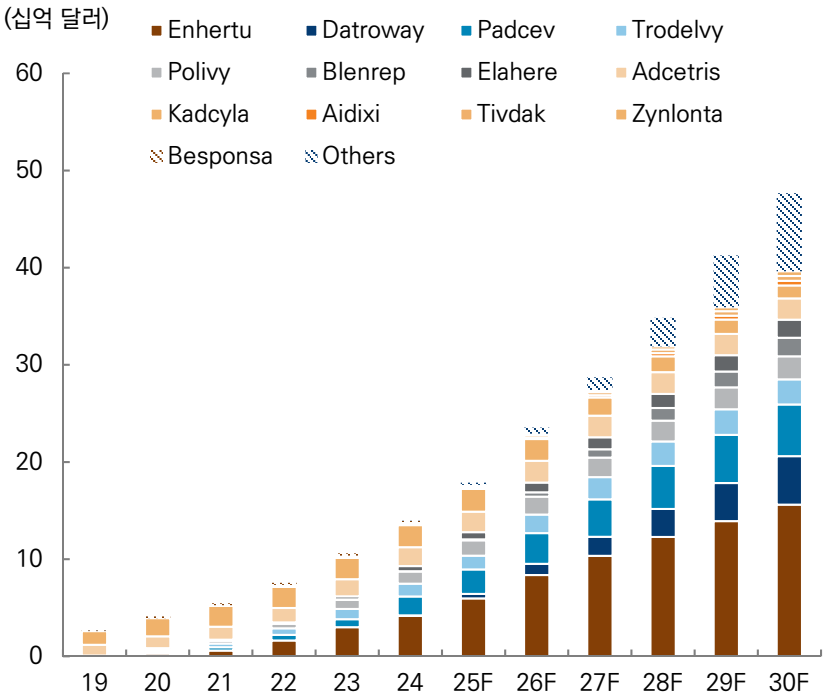
자료: Daiichi Sankyo, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: New modality

2. 차세대 ADC

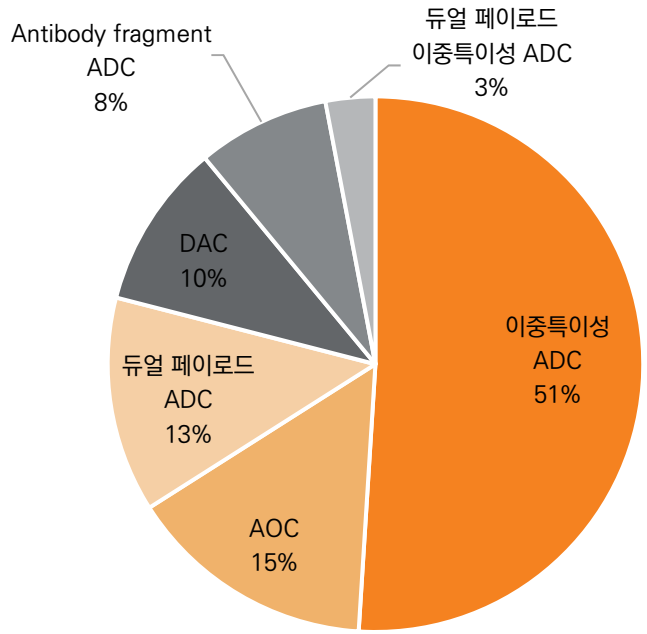
- ADC는 면역항암제 병용이 아닌 단독으로도 충분히 높은 효능을 보이고 있음
- 더불어 기존, 일반적 ADC(79%) 형태에서 이중특이성 항체 ADC, 멀티 페이로드 ADC 등 새로운 ADC 형태로 진화하며 다양한 연구가 진행 중
- 이중특이성 항체 연구는 전체 novel ADC 연구의 51% 비중. 임상 파이프라인 수가 증가하는 추세
- 듀얼페이로드 ADC 및 AOC에 대한 연구도 활발

ADC 시장 규모 전망 (2030년 477억 달러)



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

다양해지는 XDC 연구



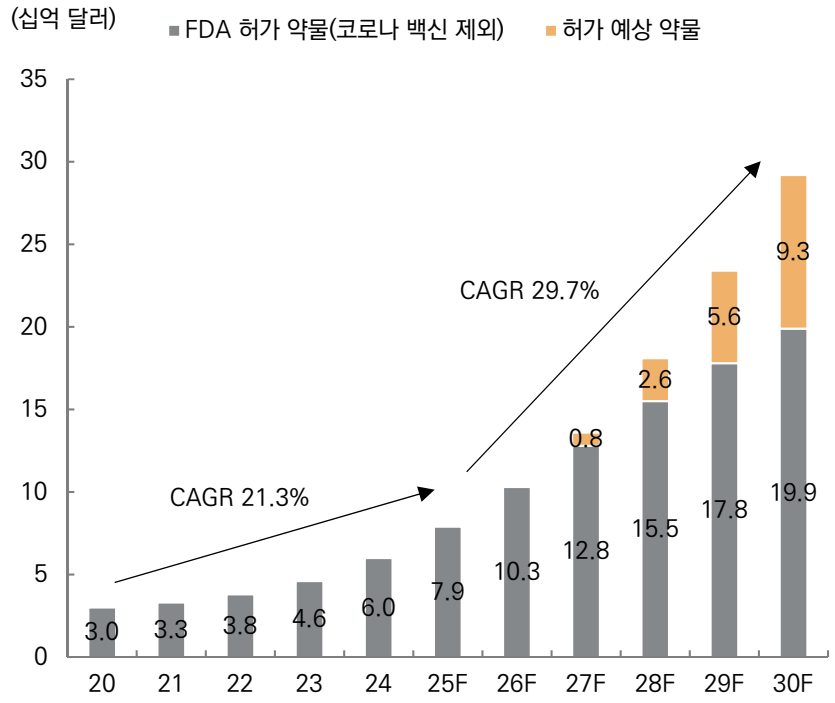
자료: Frost & Sullivan, WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: New modality

3. RNA

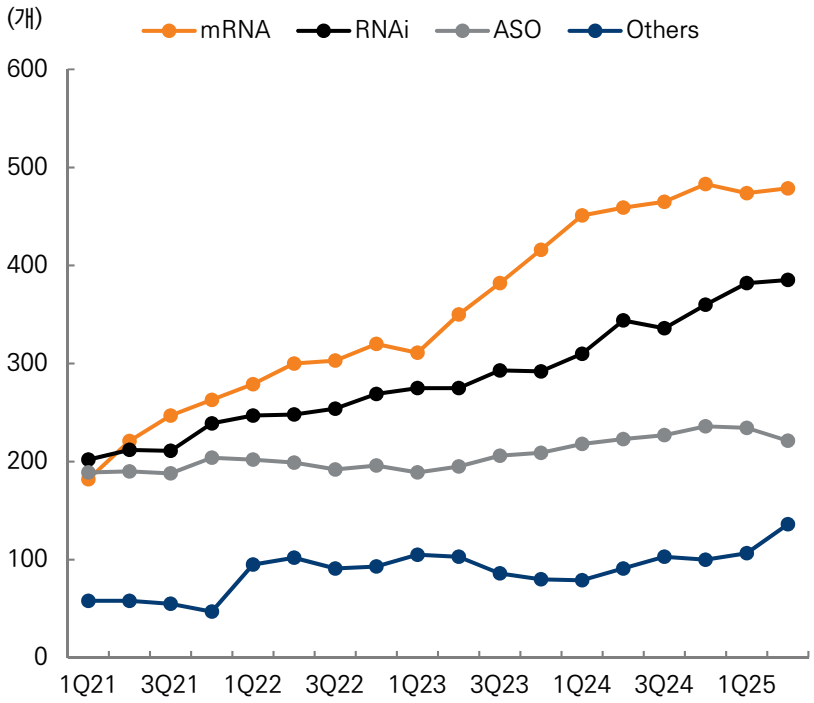
- 2024년 기준 RNA 치료제 시장은 148억 달러(코로나 백신 제외 시, 60억 달러). 30년 기준 RNA 치료제 시장은 366억 달러(코로나 백신 제외 시, 292억 달러)까지 성장할 것으로 전망
- 상업화된 RNA 치료제로 효능과 안전성이 확인되면서 기존 모달리티로 치료할 수 없었던 적응증에 대한 치료법으로 관심 확대
- RNA 딜과 전임상 단계의 새로운 파이프라인을 볼 때 눈에 띄는 부분은 RNA 편집 기술
- 불안정한 RNA의 특징을 해결해줄 수 있는 방법도 다양하게 등장하고 있음

RNA 치료제 시장 규모



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

RNA 치료제 임상 파이프라인 수의 증가



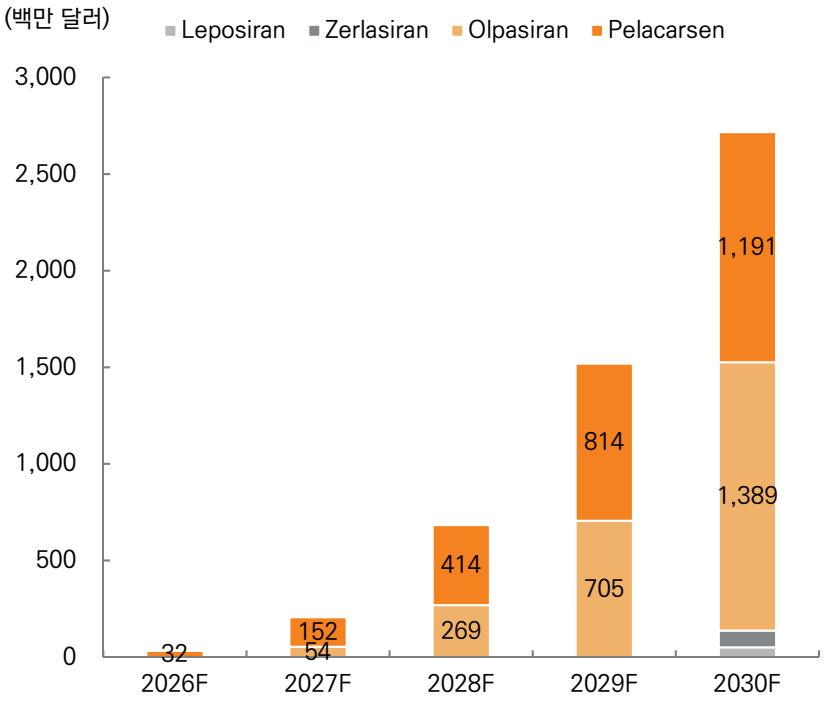
자료: Pharmaprojects, ASGCT, 미래에셋증권 리서치센터

II. 2026년 전망: New modality

3. RNA

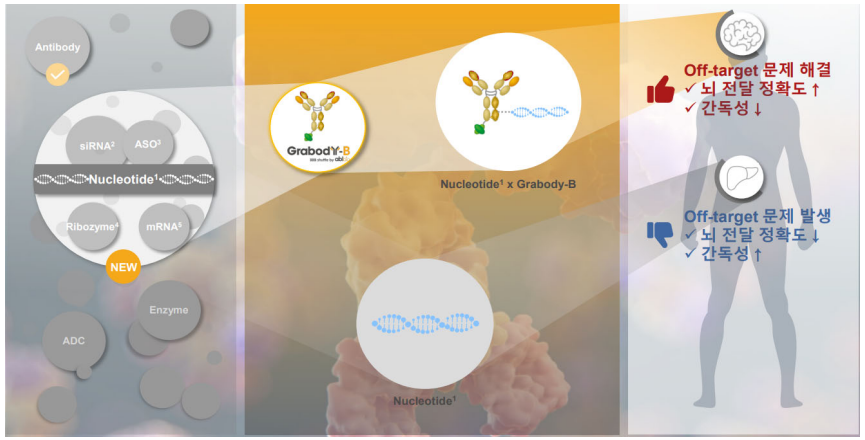
- 23~24년 RNA 관련 라이선스 딜이 증가. 최근 RNA 치료제 딜 키워드는 RNA 신기술(RNA 편집, 원형 RNA 등)과 신경계질환
- 비만부터 심혈관계질환에 이르기까지 다양한 질환에서 RNA 모달리티를 이용한 치료제들이 개발 중
- RNA 치료제로 신경계질환에 대한 연구를 확장하는 기업이 늘어나면서 RNA 치료제의 뇌전달에 대한 필요성도 높아지고 있음
- 어비디티와 같이 간 이외의 특정 조직에 RNA 치료제를 전달하려는 시도가 증가하고 있음

심혈관계질환 RNA 치료제 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

BBB를 통과하는 RNA 치료제



자료: 에이비엘바이오, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

—

종목 분석

에스티팜 (237690)

Top Pick

실적이 안정화되는 시기

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**125,000원**
현재주가(25/11/17)	103,400원
상승여력	20.9%

영업이익(25F,십억원)	60
Consensus 영업이익(25F,십억원)	53
EPS 성장률(25F,%)	43.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	40.4
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSDAQ	902.67
시가총액(십억원)	2,141
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	61.9
외국인 보유비중(%)	7.8
베타(12M) 일간수익률	0.80
52주 최저가(원)	67,300
52주 최고가(원)	105,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.8	42.0	14.1
상대주가	1.7	14.1	-13.3

실적 및 전망

- 25년 매출액 3,431억원(+25.3% YoY), 영업이익 596억원(+115.1% YoY) 예상
- 올리고뉴클레오타이드 CDMO 수주 품목이 다양해지며, 전체 매출 및 영업이익도 안정화되고 있음
- 2025년에만 13건의 CDMO 수주가 추가되어 43건의 수주 제품이 확보되었음
- 3분기 기준, 수주잔고는 올리고 2,780억원, 저분자화합물 530억원(1,400원/달러 기준)

투자포인트

- RNA 단일 치료제 매출이 확대되면서 킬로그램의 양이 아닌 톤 단위의 치료제가 필요한 상황으로 RNA 치료제를 개발하고 생산하는 기업들의 수주가 증가할 것으로 예상
- 대량 수주에 대한 대응 전략으로 기존 화학 합성을 대체할 효소 촉매 기반 합성 기술을 도입 중
- RNA 치료제 시장은 2030년 366억 달러까지 성장할 것으로 전망되고 있어 RNA 치료제 CDMO의 장기적인 성장성 및 중요성은 더 부각될 것으로 판단

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	285	274	343	401	480
영업이익 (십억원)	34	28	60	68	91
영업이익률 (%)	11.9	10.2	17.5	17.0	19.0
순이익 (십억원)	20	35	52	55	73
EPS (원)	1,041	1,780	2,561	2,652	3,531
ROE (%)	5.4	7.8	9.9	9.6	11.7
P/E (배)	65.1	50.0	40.4	39.0	29.3
P/B (배)	3.3	3.6	3.9	3.6	3.3
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

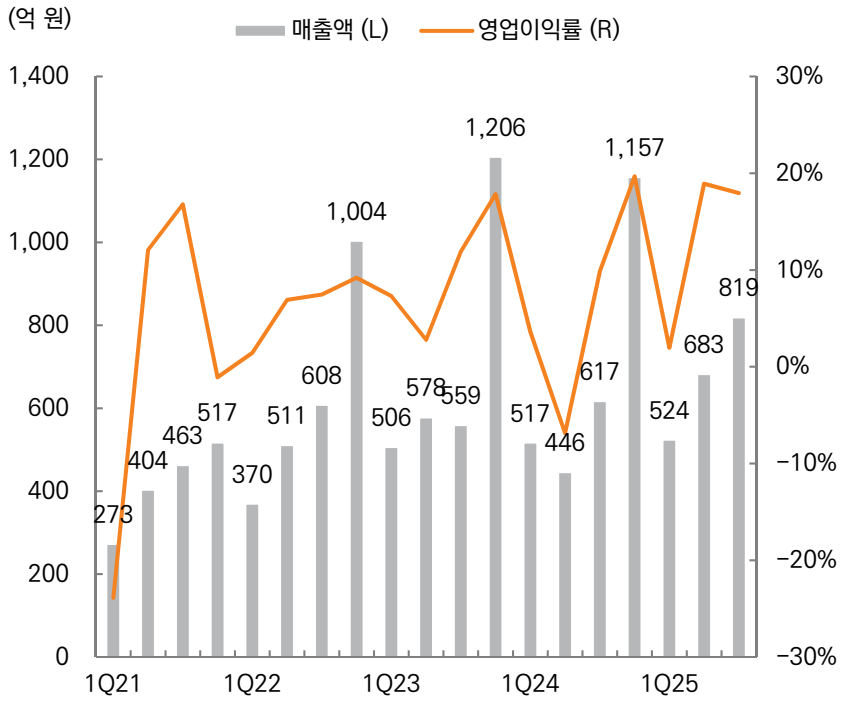
에스티팜 (237690)

Top Pick

매출이 안정화되는 중

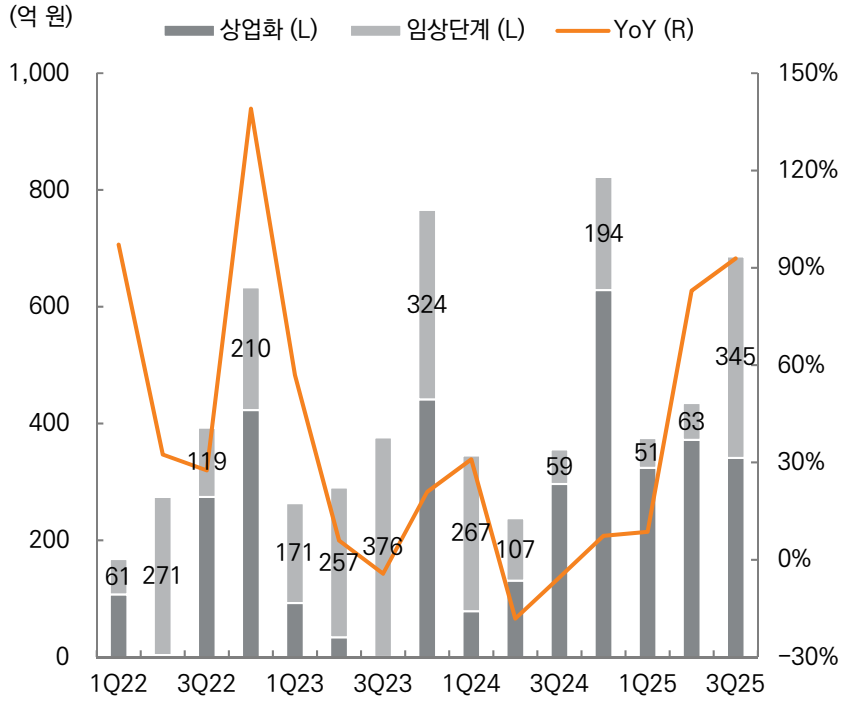
- 2025년 매출액 3,431억원(+25.3% YoY), 영업이익 596억원(+115.1% YoY) 예상
- 3Q25 매출액은 819억원(+32.7% YoY), 영업이익 147억원(+141.1% YoY)을 달성
- 올리고뉴클레오타이드 CDMO 수주 품목이 다양해지며, 전체 매출 및 영업이익도 안정화되고 있음
- 올리고뉴클레오타이드 수주 제품 중 FDA 승인을 받은 품목이 5개로 확대되면서 품목별 출하 일정으로 인한 매출 변동성은 완화될 것으로 예상
- 올해만 13건의 CDMO 수주가 추가되어 43건의 수주 제품이 확보되었음

에스티팜 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 RNA 치료제 CDMO 매출 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

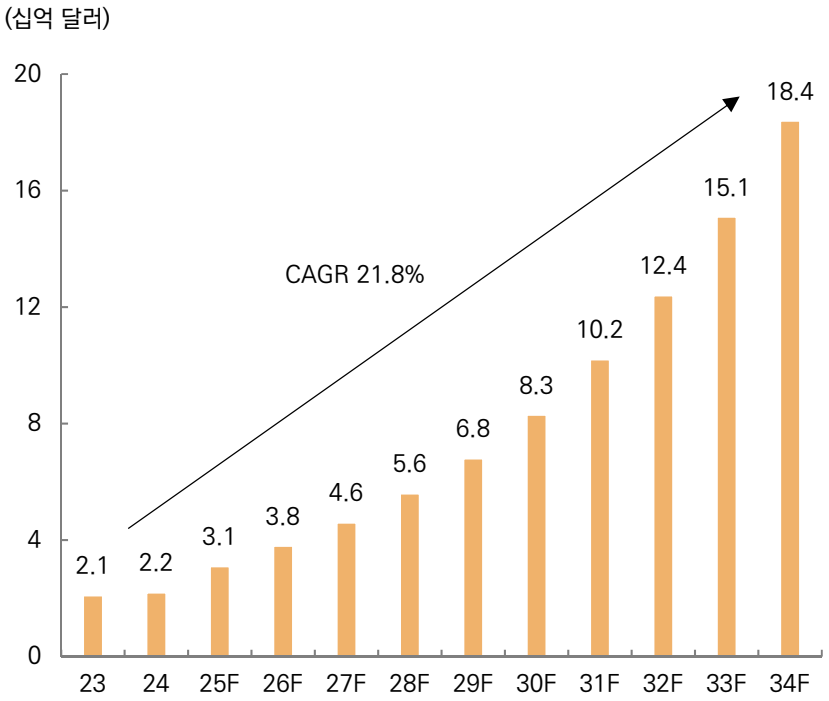
에스티팜 (237690)

Top Pick

대량 생산이 필요해지는 시점

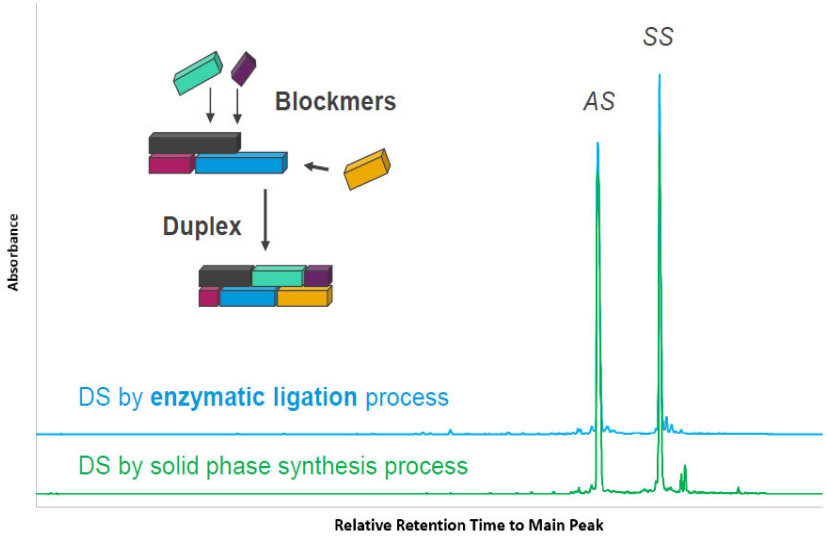
- Towardshealthcare 자료에 의하면 올리고뉴클레오타이드 CDMO 시장은 2024년 22억 달러에서 연평균 21.8% 성장하여 2034년 184억 달러를 달성할 것으로 전망
- 단일 치료제 매출이 확대되면서 킬로그램의 양이 아닌 톤 단위의 치료제가 필요한 상황으로 RNA 치료제를 개발하고 생산하는 기업들은 RNA 치료제 대량 생산 방법에 대해 고민 중
- 앨나일람과 에스티팜 모두 RNA 치료제의 대규모 생산을 위해 기존 화학 합성을 대체할 효소 촉매 기반 합성 기술을 도입하고 있음

글로벌 RNA 치료제 CDMO 시장 전망



자료: Towardshealthcare, 미래에셋증권 리서치센터

Enzymatic Ligation



자료: Alnylam, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

Top Pick

증가하는 수주잔고

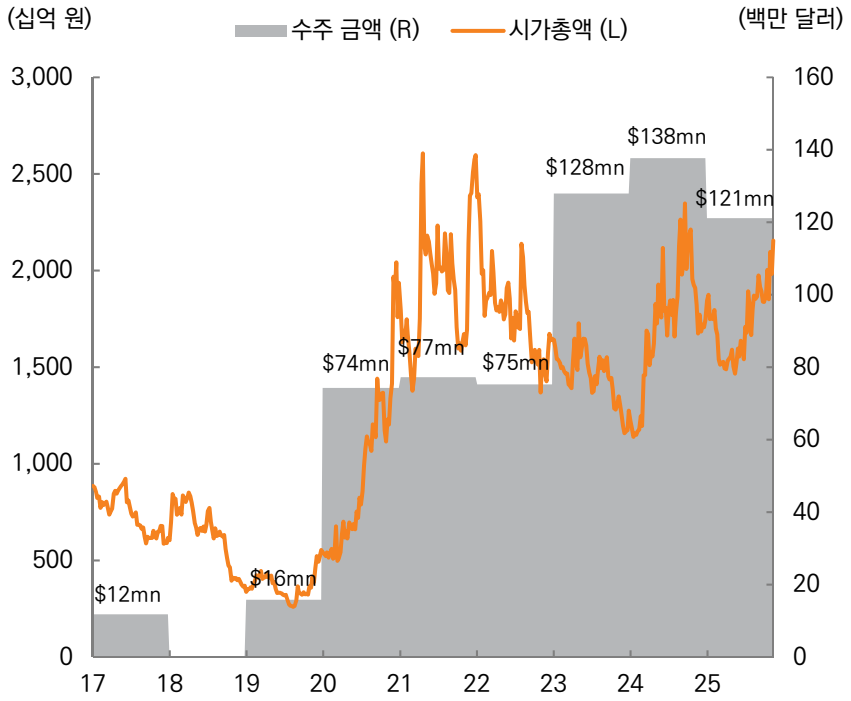
- 25년 3분기 누적 1억 2,114만 달러의 올리고뉴클레오타이드 수주가 추가됨
- 작년 총 수주금액이 1.4억 달러였음을 감안하면 3분기 동안만 작년 수주금액의 88%가 수주 된 것
- 3분기 기준, 수주잔고는 올리고 2,780억원, 저분자화합물 530억원(1,400원/달러 기준)
- 또한, RNA 치료제 시장은 2030년 366억 달러까지 성장할 것으로 전망되고 있어 RNA 치료제 CDMO의 장기적인 성장성 및 중요성은 더 부각될 것으로 판단

에스티팜 올리고 수주 파이프라인(일부)

파트너사	적응증	임상단계
글로벌제약사A	고지혈증	상업화
글로벌제약사B	척수성근위축증	상업화
글로벌바이오텍C	MDS/MF/AML	상업화
글로벌바이오텍D	심혈관 질환	상업화
글로벌바이오텍D	유전성혈관부종	상업화
글로벌제약사A	동맥경화증	임상 3상
글로벌제약사E	만성 B형 간염	임상 3상
글로벌바이오텍D	혈전증	임상 2상
글로벌제약사F	만성 B형 간염	임상 2상
글로벌제약사G	황반변성	임상 2상
글로벌제약사G	만성 B형 간염	임상 2상

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 올리고뉴클레오타이드 수주 금액 및 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**274**	**343**	**401**	**480**
매출원가	**178**	**206**	**259**	**307**
매출총이익	**96**	**137**	**142**	**173**
판매비와관리비	**68**	**78**	**74**	**82**
조정영업이익	**28**	**60**	**68**	**91**
영업이익	**28**	**60**	**68**	**91**
비영업손익	**15**	**-6**	**0**	**0**
금융손익	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	54	68	91
계속사업법인세비용	10	12	14	19
계속사업이익	32	43	54	72
중단사업이익	0	9	0	0
당기순이익	**32**	**51**	**54**	**72**
지배주주	35	52	55	73
비지배주주	-2	-1	-1	-1
총포괄이익	**32**	**52**	**54**	**72**
지배주주	34	53	56	74
비지배주주	-2	-2	-1	-2
EBITDA	53	86	92	114
FCF	27	44	50	60
EBITDA 마진율 (%)	19.3	25.1	22.9	23.8
영업이익률 (%)	10.2	17.5	17.0	19.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.8	15.2	13.7	15.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**330**	**422**	**506**	**606**
현금 및 현금성자산	63	157	191	229
매출채권 및 기타채권	69	84	99	119
재고자산	127	154	183	219
기타유동자산	71	27	33	39
비유동자산	**392**	**400**	**380**	**362**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	336	346	323	301
무형자산	17	16	15	14
자산총계	**722**	**823**	**886**	**968**
유동부채	**133**	**184**	**198**	**211**
매입채무 및 기타채무	32	39	46	55
단기금융부채	73	111	111	107
기타유동부채	28	34	41	49
비유동부채	**86**	**93**	**99**	**106**
장기금융부채	62	64	64	64
기타비유동부채	24	29	35	42
부채총계	**219**	**277**	**296**	**316**
지배주주지분	**503**	**547**	**592**	**654**
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	316	316	316	316
이익잉여금	159	202	246	309
비지배주주지분	**0**	**-1**	**-2**	**-2**
자본총계	**503**	**546**	**590**	**652**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	50.0	40.4	39.0	29.3
P/CF (x)	22.3	21.0	23.2	18.8
P/B (x)	3.6	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA (x)	34.8	25.1	22.9	18.1
EPS (원)	1,780	2,561	2,652	3,531
CFPS (원)	3,984	4,919	4,459	5,500
BPS (원)	24,966	26,418	28,570	31,601
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	31.0	20.2	19.1	14.3
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-3.9	25.3	16.9	19.5
EBITDA증가율 (%)	-5.8	60.7	7.8	23.3
조정영업이익증가율 (%)	-17.4	115.1	14.0	34.2
EPS증가율 (%)	71.0	43.9	3.6	33.1
매출채권 회전율 (회)	2.9	4.6	4.5	4.5
재고자산 회전율 (회)	2.2	2.4	2.4	2.4
매입채무 회전율 (회)	12.5	17.4	18.3	18.2
ROA (%)	4.6	6.6	6.4	7.8
ROE (%)	7.8	9.9	9.6	11.7
ROIC (%)	4.2	9.1	9.8	12.8
부채비율 (%)	43.5	50.8	50.3	48.5
유동비율 (%)	247.7	229.8	256.1	287.6
순차입금/자기자본 (%)	12.3	1.2	-5.0	-11.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.6	0.0	0.0	0.0

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

녹십자 (006280)

자회사 안정화 및 알리글로 매출 증가 기대

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**200,000원**
현재주가(25/11/17)	138,500원
상승여력	44.4%

영업이익(25F,십억원)	62
Consensus 영업이익(25F,십억원)	62
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	20.5
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	4,089.25
시가총액(십억원)	1,619
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	46.2
외국인 보유비중(%)	22.7
베타(12M) 일간수익률	0.45
52주 최저가(원)	112,800
52주 최고가(원)	179,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.0	12.4	-0.1
상대주가	-1.0	-27.8	-40.9

실적 및 전망

- 2025년 매출액 1조 9,689억원(+17.2% YoY), 영업이익 622억원(+93.8% YoY) 전망
- 4Q25 24억원의 소폭 적자가 예상되나, 26년 이후에도 알리글로 매출의 성장이 예상되며, 자회사의 이익개선도 이뤄질 수 있을 것이라는 판단
- 한미 관세 협정 타결로 국내 의약품 최혜국(MFN) 관세율 적용 받게 되어 관세 불확실성 해소된 것으로 판단(10/29)

투자포인트

- 알리글로 2025년 $100mn → 2028년 $300mn 매출 목표(GC바이오파마USA의 미국 매출 기준)
- 녹십자의 국내 독감 백신 점유율은 유지되고 있는 것으로 판단. 수두백신(베리셀라)은 태국에서 2dose 3상 승인, 2028년 2dose 전환 시 기존 대비 매출 1.5~1.6배 확대 예상
- 대상포진백신은 싱그릭스(GSK)와 Head-to-head 임상 2상 확장 중. 2026년 말 2상 종료 예정

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,627	1,680	1,969	2,148	2,414
영업이익 (십억원)	34	32	62	97	121
영업이익률 (%)	2.1	1.9	3.1	4.5	5.0
순이익 (십억원)	-27	-26	79	62	91
EPS (원)	-2,279	-2,249	6,769	5,262	7,759
ROE (%)	-2.0	-2.1	6.2	4.7	6.6
P/E (배)	-	-	20.5	26.3	17.9
P/B (배)	1.1	1.6	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

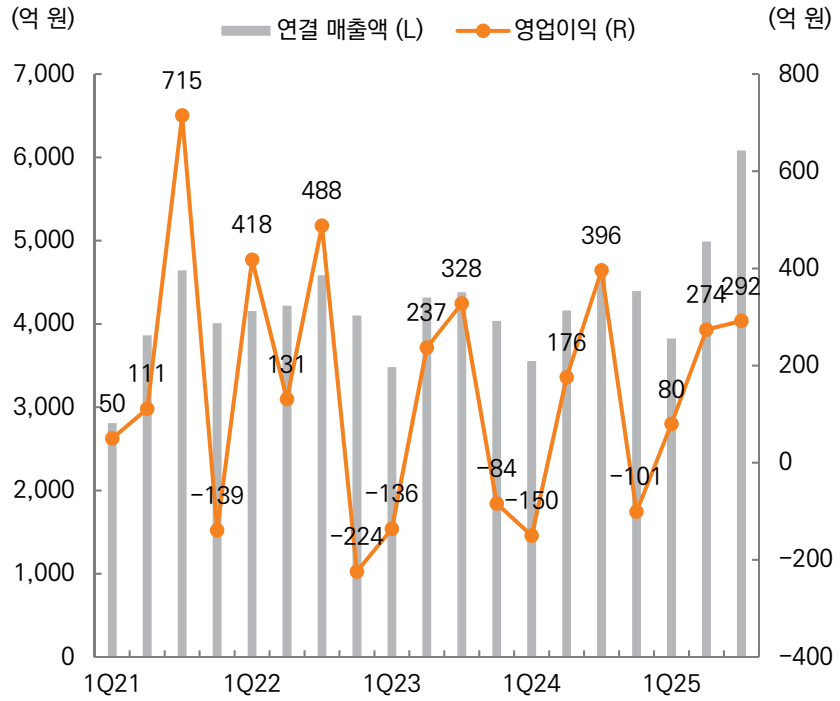
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

녹십자 (006280)

중요한 알리글로와 자회사 실적

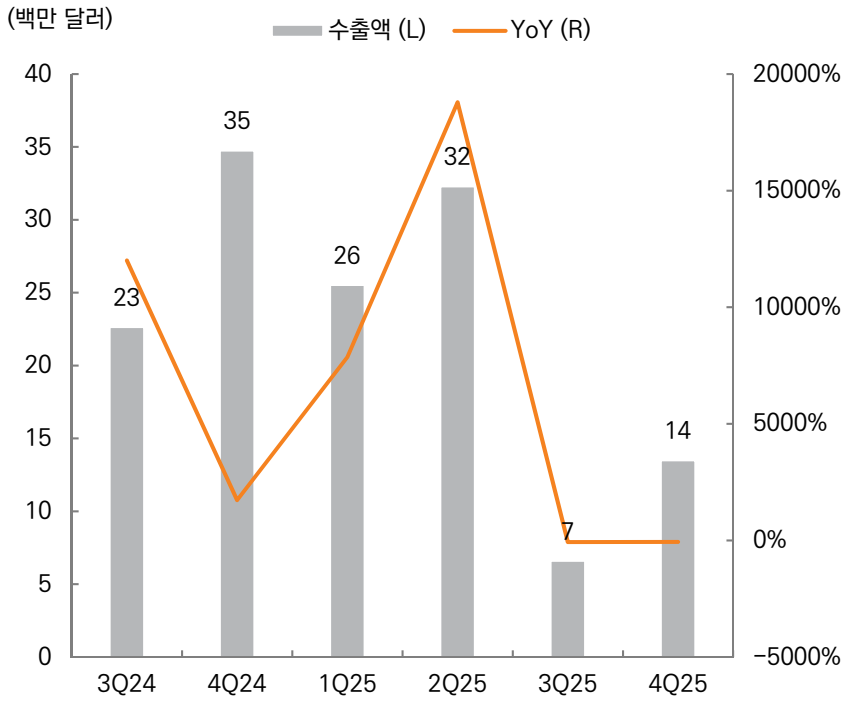
- 2025년 매출액 1조 9,689억원(+17.2% YoY), 영업이익 622억원(+93.8% YoY)을 전망. 4분기 24억원의 소폭 적자가 예상되나 26년 이후에도 알리글로 매출의 성장이 예상되며, 자회사의 이익개선도 이뤄질 수 있을 것이라는 판단
- 알리글로의 가이던스(1억 달러) 달성과 자회사의 적자폭 감소를 확인할 수 있는 실적이 중요
- 녹십자의 기업 가치에 알리글로에 대한 가치가 가장 높은 만큼 알리글로의 처방이 확대되고, 연결 자회사의 적자 폭이 감소되는 모습을 보여준다면, 주가는 다시 상승세로 돌아설 것으로 판단

녹십자 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

면역글로불린 미국 수출데이터



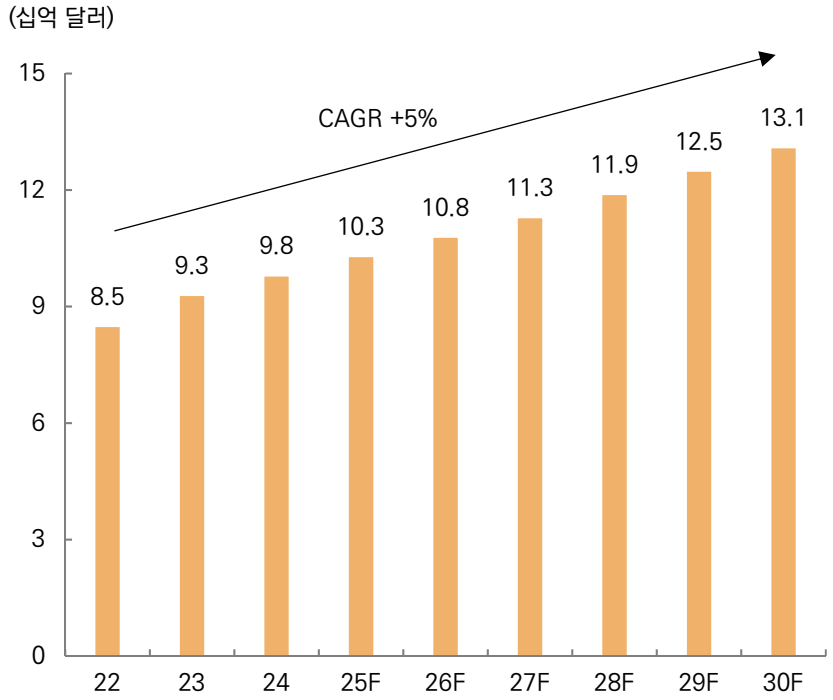
주: 4Q25 수출액은 10월 확정치만 반영된 수치
자료: Trass, 미래에셋증권 리서치센터

녹십자 (006280)

미국 면역글로불린 시장은 매년 성장

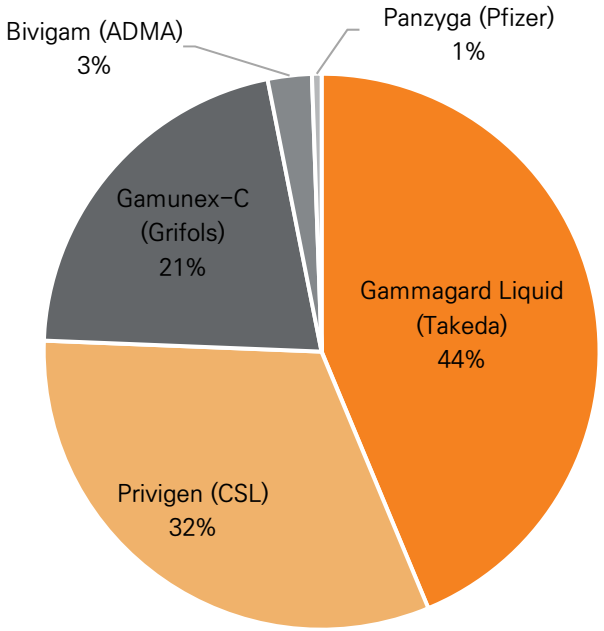
- 녹십자의 알리글로는 치료제가 없는 자가면역질환 환자에게 사용. 24년 기준 미국 정맥 면역글로불린(intravenous immunoglobulin, IVIG) 시장 규모는 98억 달러로 연평균 5%씩 성장하여 2030년에는 131억 달러에 이를 것으로 전망
- 미국 IVIG 시장(미국 처방데이터 기준) 점유율은 1위 다케다(44%), 2위 CSL(32%), 3위 그리폴스(21%) 순서. 약 3%의 점유율을 차지하고 있는 ADMA(시가총액 약 37억 달러)의 면역글로불린 매출액은 24년 기준 3억 9,600만 달러. 미국 면역글로불린 시장에서는 낮은 점유율에도 불구하고 높은 매출 및 영업이익 달성이 충분히 가능한 것으로 판단됨

미국 면역글로불린 시장 규모 및 전망



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

미국 면역글로불린 처방 비중(1H25 기준)



주: 상위 5개 제품에 대한 수치
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

녹십자 (006280)

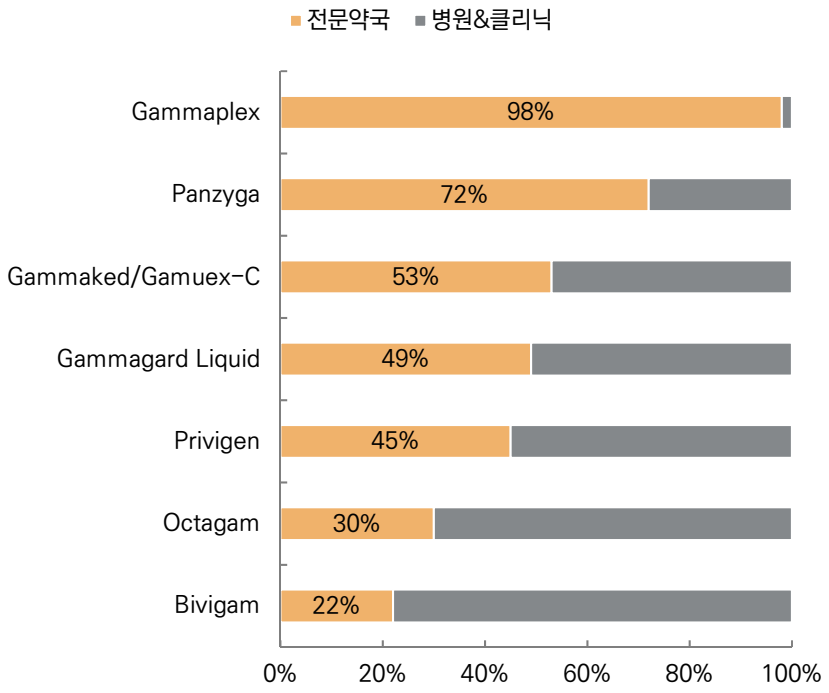
알리글로 수출은 예상대로

- GC바이오파마USA는 25년 3분기 누적 5,600만 달러의 알리글로 매출 달성. 4분기 4,400만 달러 이상 매출 달성 시 가이던스 1억 달러 달성이 가능
- 녹십자는 24년 7월 미국향 알리글로 물량을 처음으로 선적. 동사의 주요 판매 채널은 전문약국으로, 미국의 경우 면역글로불린 시장의 50% 매출이 전문약국에서 발생
- 알리글로는 출시 첫 해인 2024년 3,600만 달러 달성. 출시 5년차인 2028년 3억 달러 매출 달성 목표

향후 알리글로 사업 타임라인

자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

IVIG별 전문약국 의존도



자료: Syneos Health, 미래에셋증권 리서치센터

녹십자 (006280)

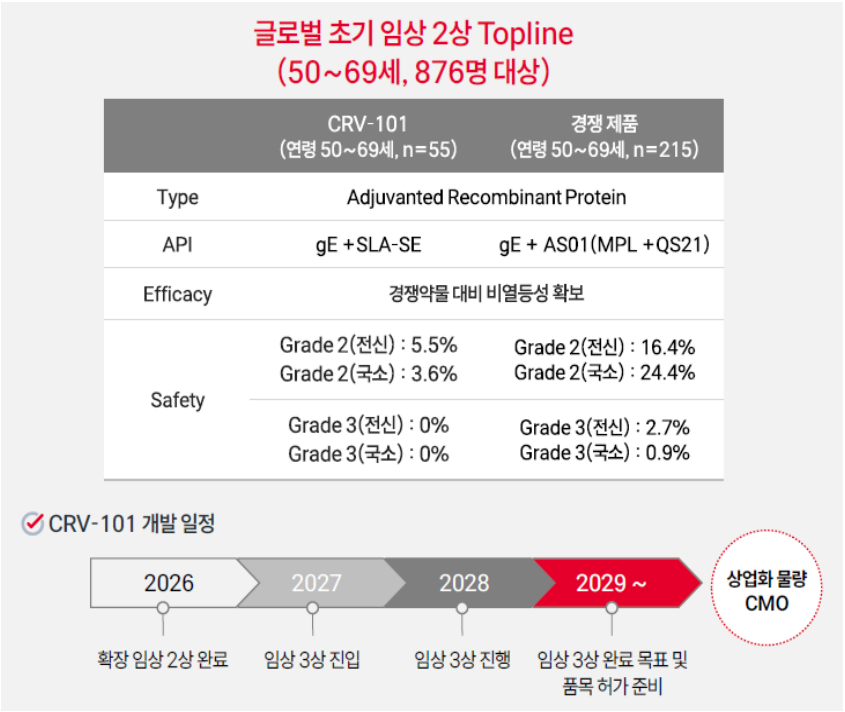
27년부터는 백신 R&D 성과 도출 가능

- 독감백신: WHO 권고에 따른 4가→3가 전환, 국내 매출 방어했으나 해외 매출 감소. 고면역원성(고함량) 3가 백신 개발 중으로, 2026 상반기 임상 2상 신청, 2030년 전후 출시 목표
- 수두백신(베리셀라): 태국에서 2-dose 3상 승인, 2028년 투샷 시장 진입 목표. 투샷 전환 시 기존 대비 매출 1.5~1.6배 확대
- 대상포진백신(큐레보): 싱그릭스와 Head-to-head 임상 2상 확장 중. 26년말 2상 종료, 29년 허가 및 상업화 CMO 계약 체결 예정. 글로벌 시장 규모 $6bn, 싱그릭스 대비 10~20% 시장 점유 목표

백신 파이프라인 R&D

자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

큐레보 백신 결과 및 CMO 권리 확보 계약 체결



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

녹십자 (006280)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,680**	**1,969**	**2,148**	**2,414**
매출원가	**1,198**	**1,431**	**1,445**	**1,617**
매출총이익	**482**	**538**	**703**	**797**
판매비와관리비	**450**	**475**	**607**	**676**
조정영업이익	**32**	**62**	**97**	**121**
영업이익	**32**	**62**	**97**	**121**
비영업손익	**-73**	**3**	**-32**	**-40**
금융손익	-37	-46	-44	-40
관계기업등 투자손익	-27	24	0	0
세전계속사업손익	-41	65	65	81
계속사업법인세비용	2	-2	12	3
계속사업이익	-43	65	53	78
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-43**	**65**	**53**	**78**
지배주주	-26	79	62	91
비지배주주	-16	-14	-9	-13
총포괄이익	**-51**	**42**	**53**	**78**
지배주주	-33	58	65	96
비지배주주	-17	-16	-12	-18
EBITDA	113	154	184	200
FCF	-85	10	54	106
EBITDA 마진율 (%)	6.7	7.8	8.6	8.3
영업이익률 (%)	1.9	3.1	4.5	5.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.5	4.0	2.9	3.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,202**	**1,604**	**1,778**	**1,695**
현금 및 현금성자산	23	344	384	203
매출채권 및 기타채권	396	427	472	505
재고자산	747	805	890	952
기타유동자산	36	28	32	35
비유동자산	**1,542**	**1,488**	**1,401**	**1,321**
관계기업투자등	101	0	0	0
유형자산	805	774	706	644
무형자산	307	414	395	378
자산총계	**2,744**	**3,092**	**3,179**	**3,017**
유동부채	**769**	**1,217**	**1,262**	**1,030**
매입채무 및 기타채무	248	268	296	317
단기금융부채	404	823	826	557
기타유동부채	117	126	140	156
비유동부채	**493**	**394**	**401**	**409**
장기금융부채	436	332	332	332
기타비유동부채	57	62	69	77
부채총계	**1,263**	**1,612**	**1,663**	**1,440**
지배주주지분	**1,253**	**1,294**	**1,338**	**1,412**
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	396	396	396	396
이익잉여금	815	877	922	995
비지배주주지분	**228**	**186**	**178**	**165**
자본총계	**1,481**	**1,480**	**1,516**	**1,577**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	20.5	26.3	17.9
P/CF (x)	16.2	10.1	8.3	8.1
P/B (x)	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	27.7	17.0	14.0	12.3
EPS (원)	-2,249	6,769	5,262	7,759
CFPS (원)	11,085	13,745	16,609	17,053
BPS (원)	110,242	113,771	117,569	123,863
DPS (원)	0	1,500	1,500	1,500
배당성향 (%)	-40.2	26.4	32.4	21.9
배당수익률 (%)	0.0	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	3.3	17.2	9.1	12.4
EBITDA증가율 (%)	2.5	36.3	19.0	9.2
조정영업이익증가율 (%)	-6.8	93.6	55.9	24.6
EPS증가율 (%)	적지	흑전	-22.3	47.4
매출채권 회전율 (회)	4.1	4.9	4.9	5.1
재고자산 회전율 (회)	2.7	2.5	2.5	2.6
매입채무 회전율 (회)	8.0	8.8	8.1	8.4
ROA (%)	-1.6	2.2	1.7	2.5
ROE (%)	-2.1	6.2	4.7	6.6
ROIC (%)	1.6	2.5	3.6	5.3
부채비율 (%)	85.3	108.9	109.7	91.3
유동비율 (%)	156.2	131.8	140.9	164.6
순차입금/자기자본 (%)	54.5	54.7	51.0	43.4
조정영업이익/금융비용 (x)	0.8	1.2	1.8	2.6

자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

애브비 AbbVie (ABBV US)

휴미라를 넘어서는 스카이리지와 린보크

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(상향)	▲ **USD 328**
현재주가(25/11/17)	USD 234.00
상승여력	40.2%
국가	미국
S&P 500(p)	6,672.41

EPS 성장률(25F,%)	268.3
P/E(25F,x)	26.3
배당수익률(%)	3.5
시가총액(조원)	603.19
상장주식수(백만주)	1,767.4
60일 평균 거래대금(백만USD)	1,267.90
52주 최저가(USD)	164.99
52주 최고가(USD)	244.38

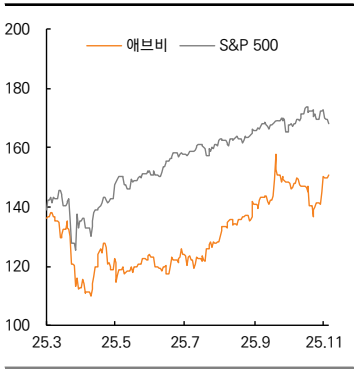
(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.9	27.2	41.8
상대주가	1.8	13.6	24.8

실적 및 전망

- 목표주가 328달러로 상향(기존 264달러)하며 투자의견 매수를 유지. P/E 30배, 26F EPS 10.94 달러 적용(기존 25F EPS 8.91 달러)
- 2025년 매출액은 전년동기 대비 9.3% 증가한 615억 5,000만 달러 전망. 영업이익은 108.3% 증가한 190억 3,200만 달러 예상
- 2025년 연간 기준, 스카이리지 매출 49%, 린보크 매출 38% 증가할 것으로 예상. 스카이리지와 린보크의 가파른 매출 상승으로 밸류에이션 부담이 낮아지는 구간이라는 판단

투자포인트

- 향후 스카이리지 및 린보크의 적응증 확장, Temab-A·Etentamig 등 종양학 파이프라인, 신경과학 신약, 비만·미용 등 신성장 동력을 통해 2030년까지 고성장이 가능할 것으로 판단
- R&D 측면에서는 린보크의 원형탈모증·백반증 3상 긍정적 결과, Tavapadon의 파킨슨병 치료제 허가 신청 등 주요 진전



결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억USD)	581	543	563	616	670	733
영업이익 (십억USD)	181	128	91	190	228	264
영업이익률 (%)	31.2	23.6	16.2	30.8	34.0	36.0
순이익 (십억USD)	118	49	43	157	193	228
EPS (USD)	6.68	2.75	2.42	8.91	10.94	12.90
ROE (%)	72.5	35.2	62.5	2,998.2	261.6	80.1
P/E (배)	24.2	56.3	73.5	26.3	21.4	18.1
P/B (배)	13.1	16.2	27.2	69.8	16.4	8.6

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

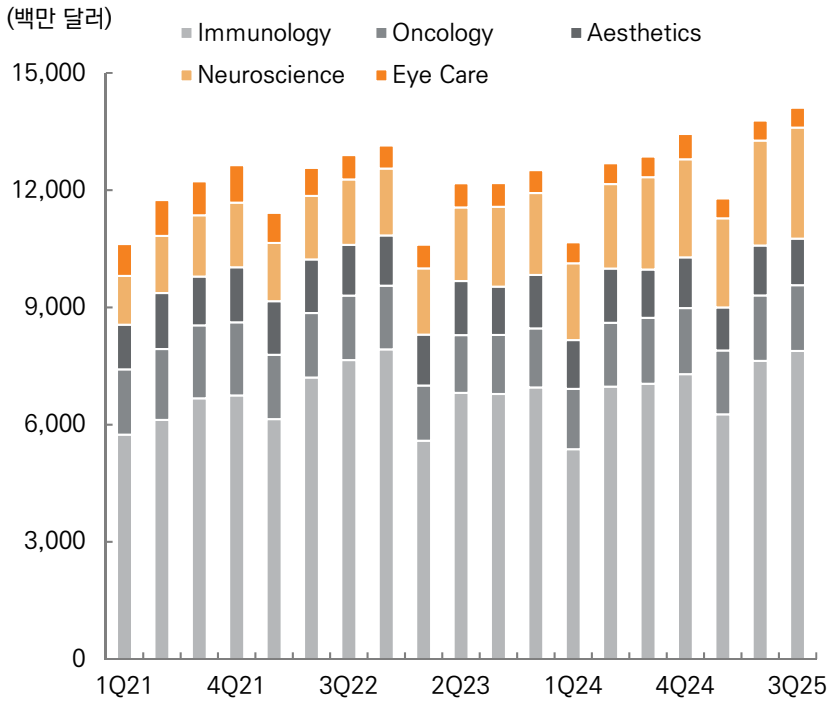
자료: 애브비, 미래에셋증권 리서치센터

애브비 (ABBV US)

면역학 분야의 강자

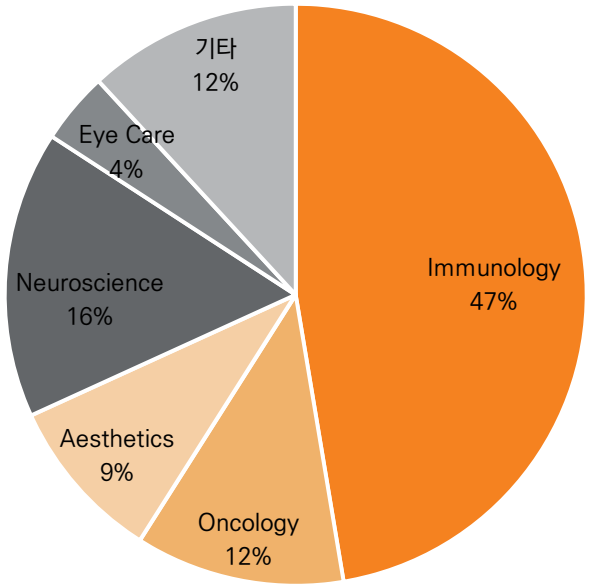
- 2025년 연간 기준, 스카이리지 매출 49%, 린보크 매출 38% 증가할 것으로 예상
- 3Q25 매출액 158억 달러(+9.1% YoY; 컨센서스 156억 달러), 주당 순이익 1.86달러 (컨센서스 1.77달러)로 컨센서스를 상회
- 동사는 2025년 EPS 가이던스를 10.61~10.65 달러(기존 10.38~10.58달러)로 상향
- 스카이리지와 린보크의 가파른 매출 상승으로 밸류에이션 부담이 낮아지는 구간이라는 판단

애브비의 분기별 매출액 추이



자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

애브비의 사업부별 매출 비중(24년 기준)

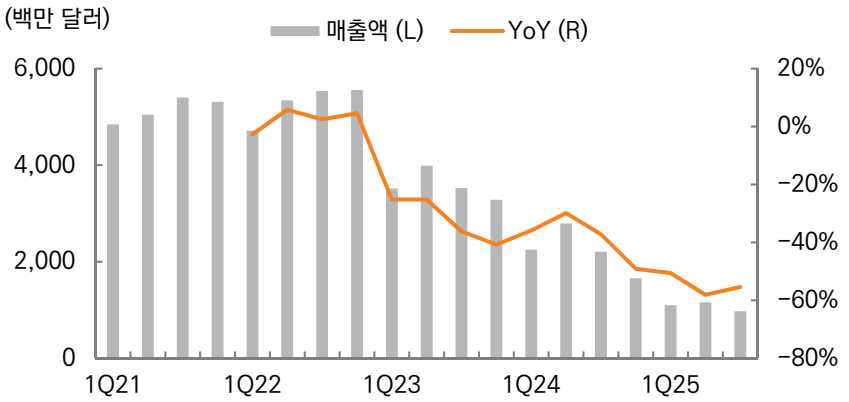


자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

애브비 (ABBV US)

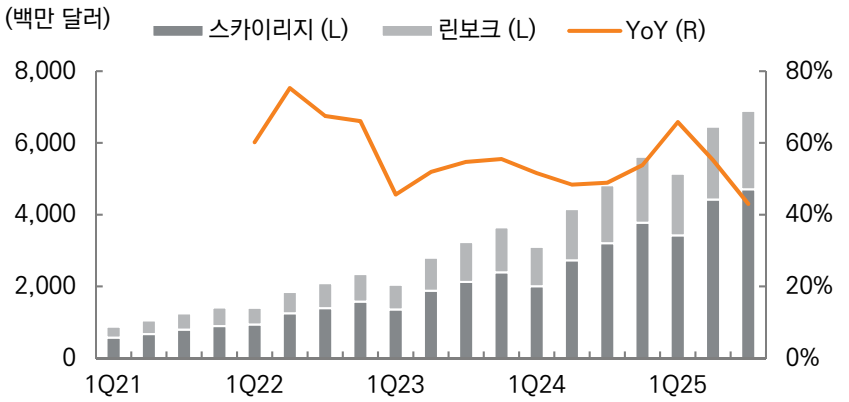
애브비의 주요 제품 매출액 추이

휴미라 매출액 추이



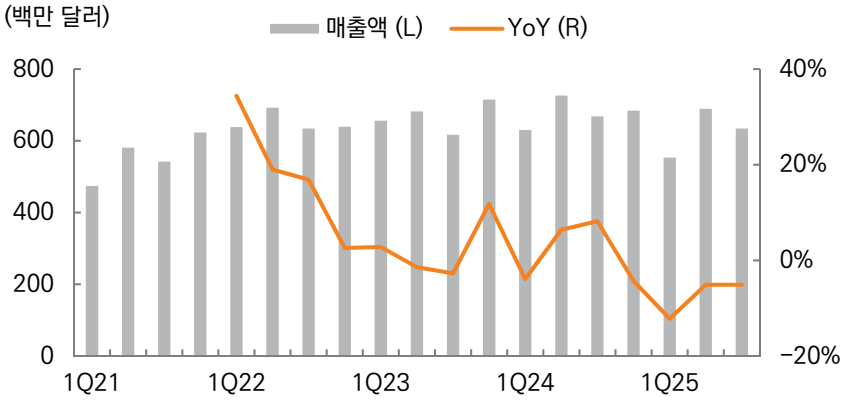
자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

스카이리지+린보크 매출액 추이



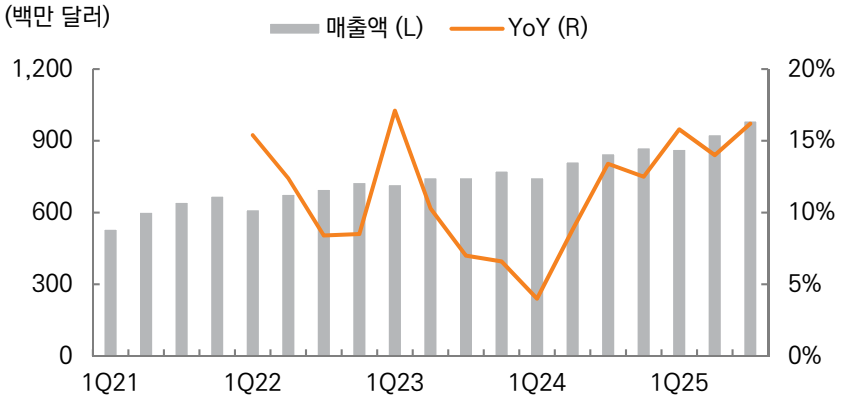
자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

보톡스(미용) 매출액 추이



자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

보톡스(치료) 매출액 추이

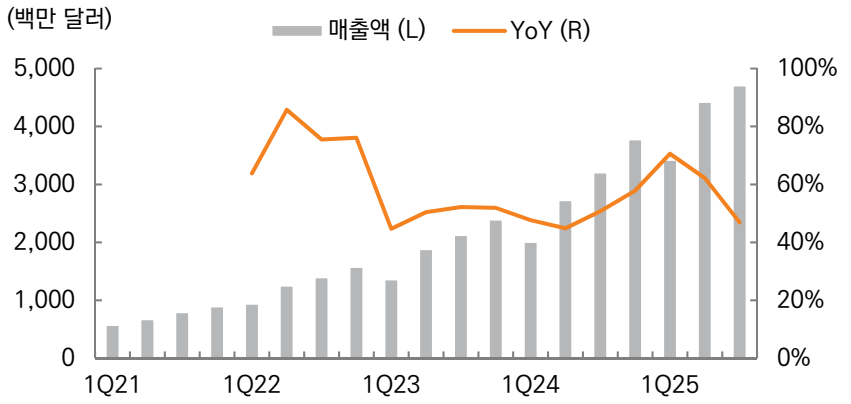


자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

애브비 (ABBV US)

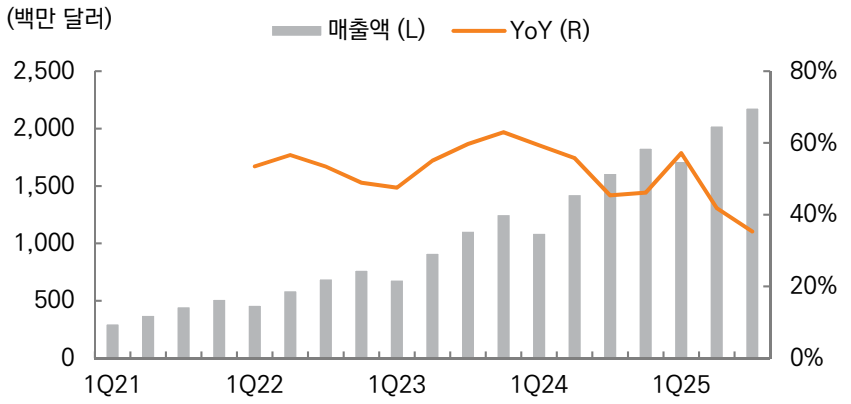
주요 면역질환 치료제 매출액 추이 및 전망

스카이리지 매출액 추이



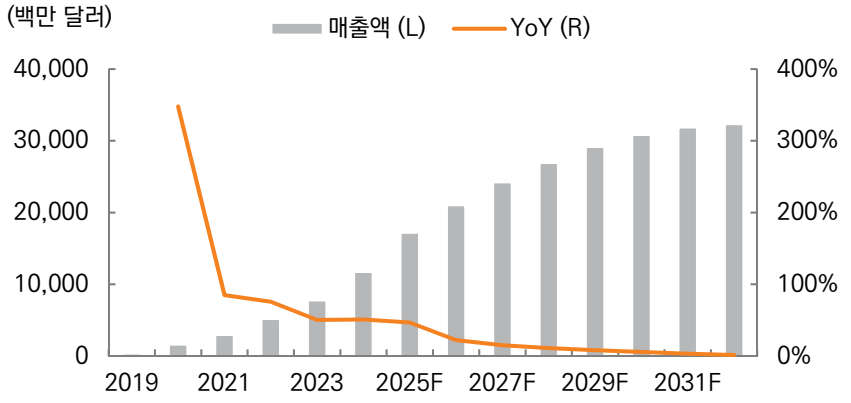
자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

린보크 매출액 추이



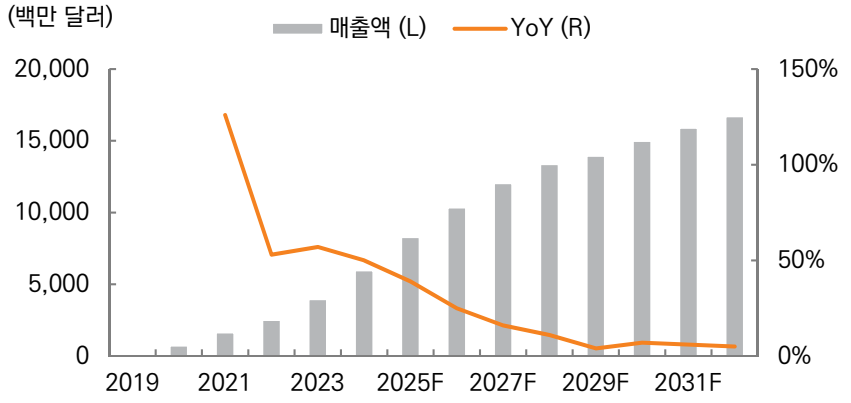
자료: AbbVie, 미래에셋증권 리서치센터

스카이리지 연간 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

린보크 연간 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

애브비 (ABBV US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**563**	**616**	**670**	**733**
매출원가	**169**	**171**	**174**	**191**
매출총이익	**394**	**445**	**496**	**542**
판매비와관리비	**303**	**255**	**268**	**279**
영업이익	**91**	**190**	**228**	**264**
비영업손익	**-54**	**-26**	**-26**	**-26**
금융손익	**-22**	**-22**	**-22**	**-22**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-32	-4	-4	-4
법인세차감전순이익	37	164	202	238
법인세	-6	6	7	9
당기순이익	43	158	194	228
지배주주	43	157	193	228
비지배주주	**0**	**0**	**0**	**0**

Growth & Margin (%)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	3.7	9.4	8.8	9.4
매출총이익증가율	9.1	12.9	11.5	9.3
영업이익증가율	-28.9	108.8	20.0	15.8
순이익증가율	-12.2	267.4	22.8	17.5
EPS증가율	-12.1	268.3	22.9	17.9
매출총이익률	70.0	72.2	74.0	73.9
영업이익률	16.2	30.8	34.0	36.0
당기순이익률	7.6	25.6	29.0	31.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**256**	**251**	**525**	**838**
현금성자산	55	35	288	585
매출채권	109	118	129	138
재고자산	42	45	49	53
기타유동자산	50	53	59	62
비유동자산	**1,096**	**1,028**	**969**	**916**
투자자산	3	3	3	4
유형자산	59	59	59	59
무형자산	950	883	823	769
기타비유동자산	**84**	**83**	**84**	**84**
자산총계	**1,352**	**1,279**	**1,493**	**1,754**
유동부채	387	350	374	393
매입채무	29	32	35	37
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	**358**	**318**	**339**	**356**
비유동부채	930	951	948	961
장기금융부채	604	598	563	547
기타비유동부채	**326**	**353**	**385**	**414**
부채총계	**1,318**	**1,301**	**1,322**	**1,354**
지배주주지분(연결)	34	-23	171	399
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	213	0	0	0
이익잉여금	**-77**	**80**	**274**	**501**
기타	**-102**	**-103**	**-103**	**-102**
비지배주주지분(연결)	**0**	**1**	**1**	**1**
자본총계	**34**	**-22**	**172**	**400**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	73.5	26.3	21.4	18.1
P/S (배)	5.6	6.7	6.2	5.6
P/B (배)	27.2	69.8	16.4	8.6
EV/EBITDA (배)	21.4	17.4	14.6	12.3
EPS (USD)	2	9	11	13
BPS (USD)	7	3	14	27
DPS (USD)	6	6	6	6
배당성향 (%)	255.9	255.9	255.9	255.9
배당수익률 (%)	3.5	2.6	2.6	2.6
매출채권회전율 (회)	5.1	5.4	5.4	5.5
재고자산회전율 (회)	13.6	14.2	14.2	14.4
매입채무 회전율 (회)	5.1	5.6	5.2	5.3
ROA (%)	3.2	12.0	14.0	14.1
ROE (%)	62.5	2,998.2	261.6	80.1
ROIC (%)	11.2	19.6	25.5	32.1
부채비율 (배)	3,917.9	-5,895.6	770.3	338.7
유동비율 (배)	66.0	71.6	140.3	213.0
순차입금/자기자본 (배)	1,831.5	-2,580.7	158.4	-12.1

자료: 애브비, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스 Novartis (NVS US)

M&A를 통해 새로운 성장축 확보

Refinitiv 평균 목표주가	**USD 121.70**
현재주가(25/11/17)	USD 131.55
상승여력	-7.50%
국가	미국
S&P 500(p)	6,672.41

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	4.1
시가총액(조원)	368.15
상장주식수(백만주)	1,918.8
60일 평균 거래대금(백만USD)	188.92
52주 최저가(USD)	96.77
52주 최고가(USD)	132.39

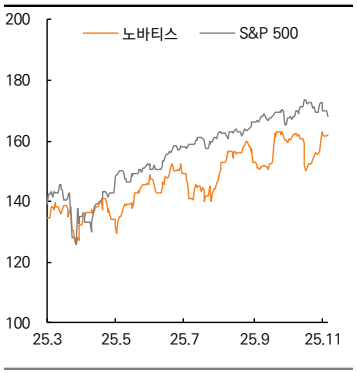
(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.1	20.0	27.6
상대주가	0.0	7.2	12.3

기업소개

- 스위스에 본사가 있는 다국적 제약사로 1996년 스위스 제약기업 시바가이기(CibaGeigy)와 산도즈(Sandoz)의 합병으로 설립
- 2024년 기준, 매출 비중은 종양학 29%, 브랜드 제품군 26%, 면역학 19%, 심혈관 및 대사질환 제품군 17%, 신경학 9%
- 주요 제품인 Entresto(심혈관) 및 Cosentyx(자가면역)의 성장 둔화를 보완하기 위해, 노바티스는 신약 개발 및 M&A를 통해 새로운 성장축 마련 중

투자포인트

- 노바티스는 2개의 방사성의약품(루타테라, 플루빅토)을 보유한 기업. 2030년에는 노바티스 전체 매출액의 약 8.9% 비중을 차지하며 의미있는 제품군으로 성장할 전망
- 노바티스는 아이오니스, 앨나일람 뿐만아니라 Argo Biopharm, DTX pharma등에 투자하며 RNA 치료제 플랫폼을 확장. 최근 어비디티 바이오사이언스도 인수했음



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억USD)	486	499	440	434	467	517
영업이익 (십억USD)	91	102	100	78	96	143
영업이익률 (%)	18.7	20.4	22.7	18.0	20.6	27.7
순이익 (십억USD)	117	81	240	70	149	119
EPS (USD)	5.12	3.55	10.71	3.19	7.15	5.92
ROE (%)	17.5	14.4	38.7	11.0	28.0	26.3
P/E (배)	17.5	25.2	7.7	26.9	14.1	16.4
P/B (배)	3.7	3.6	2.7	3.1	4.4	4.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

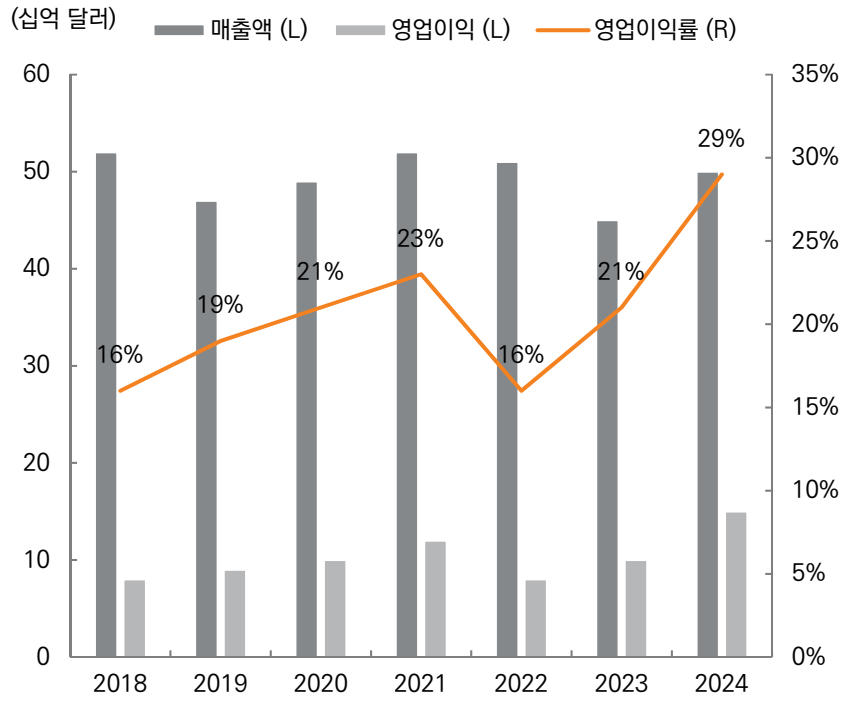
자료: 노바티스, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스 (NVS US)

특허만료에 대비 중

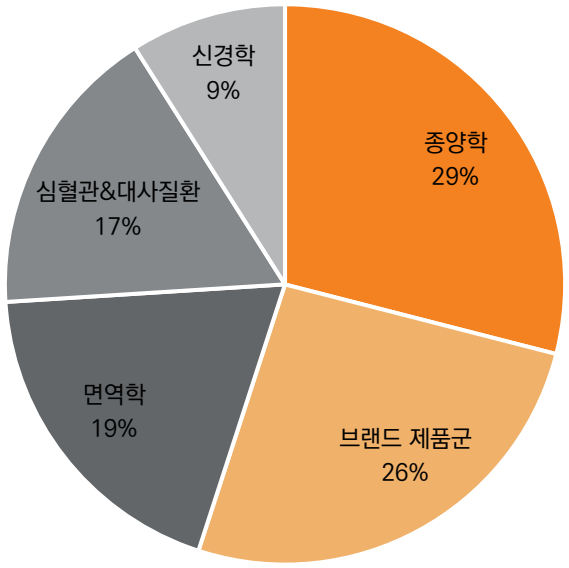
- 노바티스는 자가면역질환, 항암, 심혈관질환 등 다양한 질병에 대한 치료제를 개발하고 있으며, 23년 제네릭 및 바이오시밀러 사업부인 산도즈를 스핀오프
- 2024년 기준, 매출 비중은 종양학 29%, 브랜드 제품군 26%, 면역학 19%, 심혈관 및 대사질환 제품군 17%, 신경학 9%
- 주요 제품인 Entresto(심혈관치료제) 및 Cosentyx(자가면역치료제)의 성장 둔화를 보완하기 위해, 노바티스는 신약 개발 및 M&A를 통해 새로운 성장축을 마련 중

노바티스의 매출액 및 영업이익 추이



자료: Novartis, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스의 사업별 매출 비중(2024년 기준)



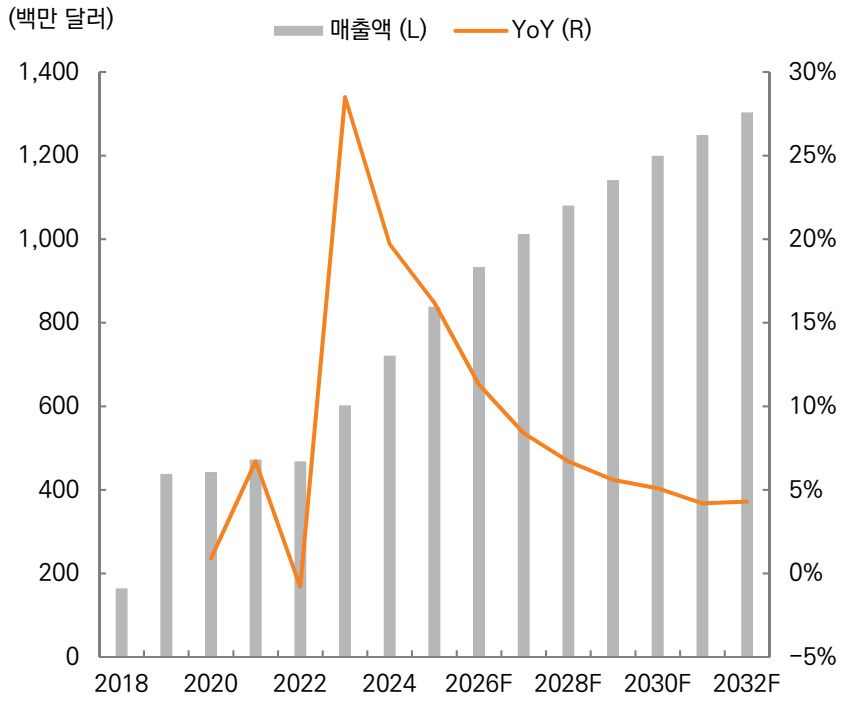
주: 브랜드 제품군은 확립된 의약품으로 새로운 것이 아닌 약물, 즉 활성 성분이 약 10년 이상 사용되어 온 약물
자료: Novartis, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스 (NVS US)

방사성의약품의 강자

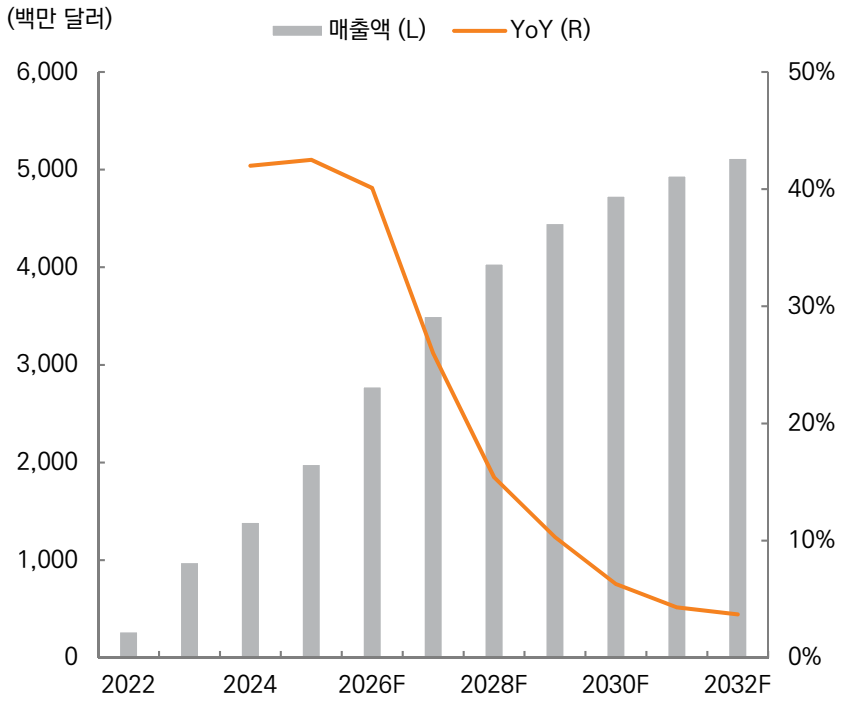
- 노바티스는 2개의 방사성의약품을 보유한 기업. 2018년 FDA 허가를 받은 루타테라와 2022년 FDA 허가를 받은 전립선암치료제 플루빅토가 있음
- 플루빅토는 2018년 엔도사이트(Endocyte)를 인수하며 확보한 약물. 30년 47억 달러 전망
- 루타테라는 신경뇌분비종양치료제로 2018년 FDA 승인. 2017년 AAA를 39억 달러에 인수하면서 확보한 파이프라인. 30년 12억 달러 전망
- 2030년에는 노바티스 전체 매출액의 약 8.9% 비중을 차지하며 의미있는 사업군으로 성장할 전망

루타테라의 연간 매출액 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

플루빅토의 연간 매출액 추이 및 전망



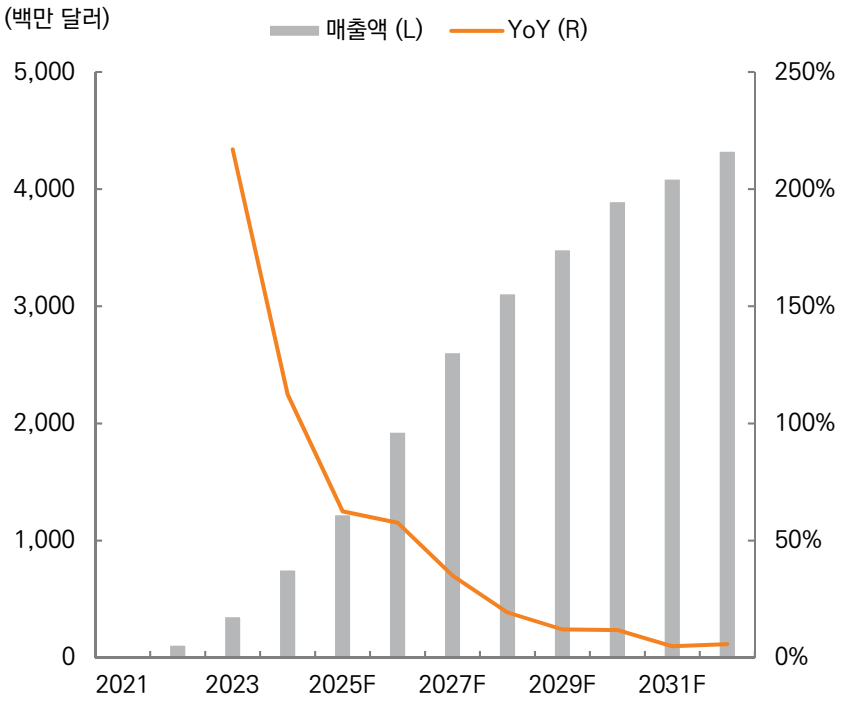
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스 (NVS US)

RNA 치료제에 대한 깊이 있는 투자

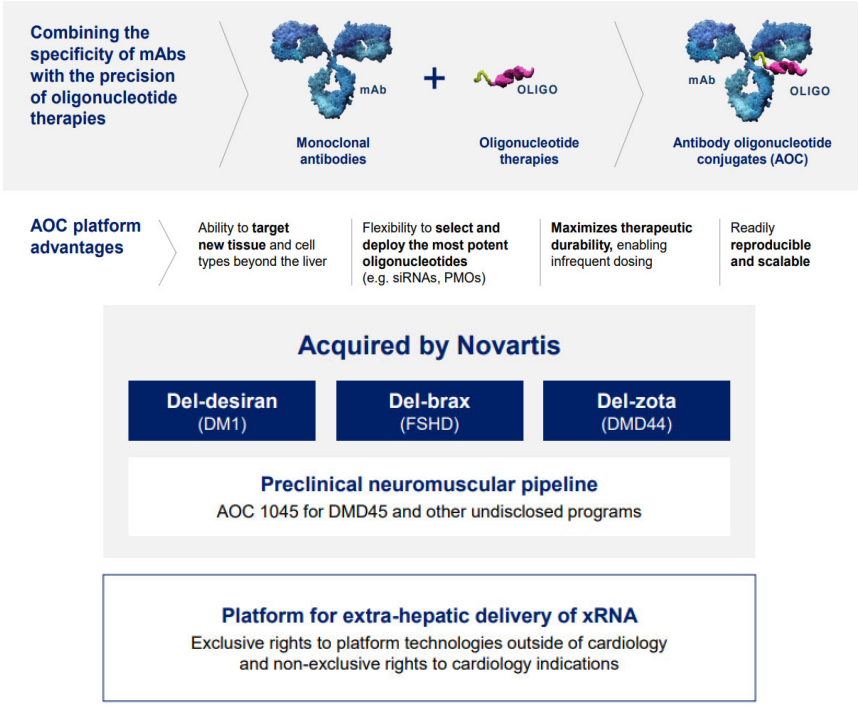
- 노바티스는 25년 10월, 어비디티 바이오사이언스를 약 120억 달러에 인수(약 46% 프리미엄)
- 어비디티는 항체-올리고뉴클레오타이드 결합체(AOC, Antibody-Oligonucleotide Conjugate) 기술을 기반으로 RNA 치료제를 근육 조직에 직접 전달하는 3개의 치료제를 개발 중. 2026년 치료제 승인을 목표로 하고 있음
- 노바티스는 9월 중국 바이오기업 Argo Biopharmaceutical과 52억 달러 규모의 기술도입 계약(확장)을 체결한 데 이어, Avidity 인수를 통해 RNA 치료제 플랫폼을 강화 중

렉비오 매출액 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

Avidity Biosciences 핵심 기술 및 파이프라인

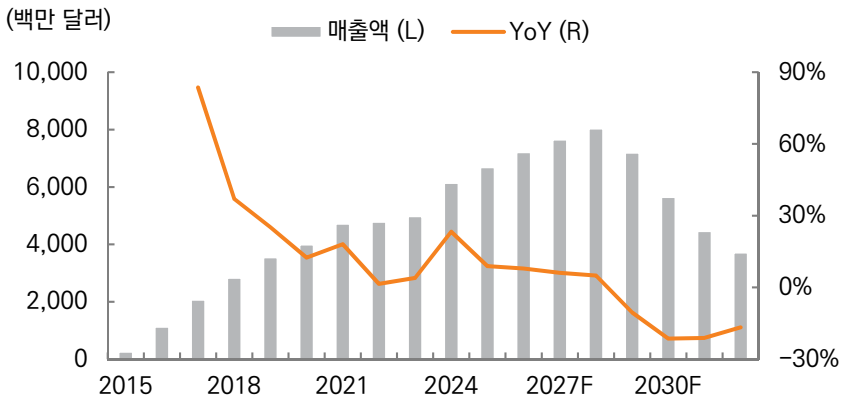


자료: Novartis, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스 (NVS US)

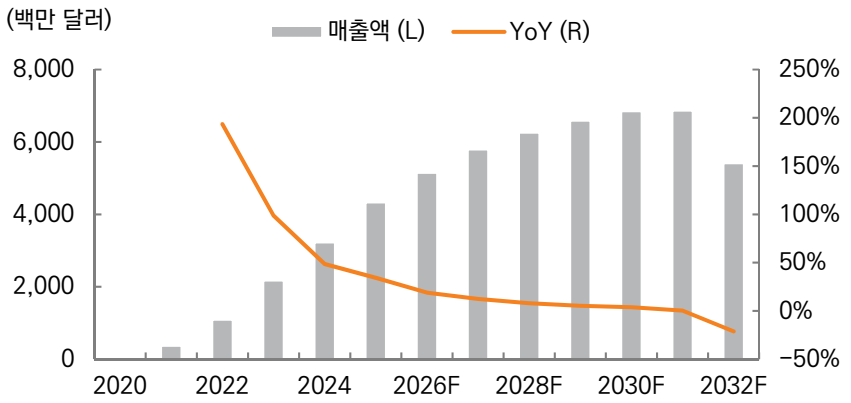
노바티스의 주요 제품 매출액 추이 및 전망

Cosentyx 연간 매출 추이 및 전망



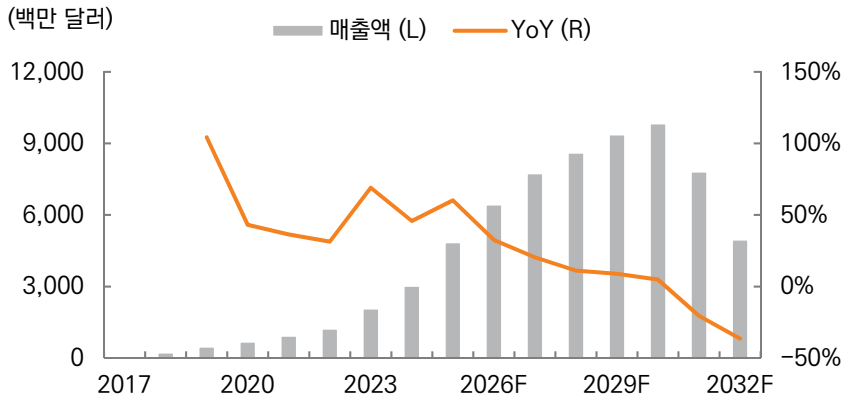
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

Kesimpta 연간 매출 추이 및 전망



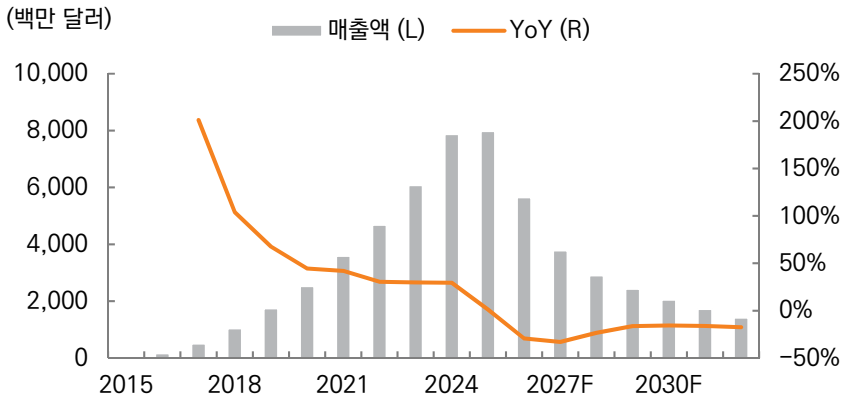
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

Kisqali 연간 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

Entresto 연간 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

노바티스 (NVS US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억USD)	2021	2022	2023	2024
매출액	**440**	**434**	**467**	**517**
매출원가	**114**	**112**	**120**	**128**
매출총이익	**326**	**322**	**347**	**389**
판매비와관리비	**210**	**216**	**215**	**221**
영업이익	**100**	**78**	**96**	**143**
비영업손익	**145**	**-6**	**-5**	**-7**
금융손익	**-6**	**-3**	**-2**	**-4**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	151	-3	-3	-3
법인세차감전순이익	245	72	91	136
법인세	16	11	6	17
당기순이익	240	70	149	119
지배주주	240	70	149	119
비지배주주	**0**	**0**	**0**	**0**

Grpwth & Margin(%)	2021	2022	2023	2024
매출액증가율	-11.8	-1.4	7.6	10.7
매출총이익증가율	-8.2	-1.2	7.8	12.1
영업이익증가율	-2.0	-22.0	23.1	49.0
순이익증가율	196.3	-70.8	112.9	-20.1
EPS증가율	202.1	-70.2	124.2	-17.2
매출총이익률	74.1	74.2	74.3	75.2
영업이익률	22.7	18.0	20.6	27.7
당기순이익률	54.5	16.1	31.9	23.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억USD)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**457**	**369**	**305**	**297**
현금성자산	124	75	134	115
매출채권	96	99	94	95
재고자산	67	72	59	57
기타유동자산	170	123	18	30
비유동자산	**861**	**805**	**695**	**725**
투자자산	23	16	18	11
유형자산	131	122	109	109
무형자산	638	609	502	517
기타비유동자산	**69**	**58**	**66**	**88**
자산총계	**1,318**	**1,175**	**999**	**1,022**
유동부채	302	287	264	287
매입채무	56	51	49	46
단기차입금	36	36	39	47
기타유동부채	**210**	**200**	**176**	**194**
비유동부채	338	294	268	294
장기금융부채	245	218	200	229
기타비유동부채	**93**	**76**	**68**	**65**
부채총계	**640**	**580**	**532**	**581**
지배주주지분(연결)	676	593	467	440
자본금	9	9	8	8
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	**672**	**595**	**455**	**444**
기타	**-5**	**-11**	**4**	**-12**
비지배주주지분(연결)	**2**	**1**	**1**	**1**
자본총계	**678**	**594**	**468**	**441**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (배)	7.7	26.9	14.1	16.4
P/S (배)	4.2	4.2	4.4	3.7
P/B (배)	2.7	3.1	4.4	4.4
EV/EBITDA (배)	13.5	15.1	13.5	12.3
EPS (USD)	11	3	7	6
BPS (USD)	30	28	23	22
DPS (USD)	3	3	4	4
배당성향 (%)	31.1	109.7	52.3	67.5
배당수익률 (%)	4.0	4.1	3.7	4.1
매출채권회전율 (회)	4.5	4.4	4.8	5.5
재고자산회전율 (회)	6.4	6.3	7.1	8.9
매입채무 회전율 (회)	2.1	2.1	2.4	2.7
ROA (%)	18.5	5.6	13.7	11.8
ROE (%)	38.7	11.0	28.0	26.3
ROIC (%)	12.3	9.1	13.8	20.4
부채비율 (배)	94.3	97.7	113.8	131.7
유동비율 (배)	151.3	128.8	115.5	103.5
순차입금/자기자본 (배)	4.3	15.5	26.3	40.6

자료: 노바티스, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 WuXi XDC Cayman (02268 HK)

WuXi XDC를 보면 ADC 트렌드가 보인다

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**HKD 106**
현재주가(25/11/17)	HKD 69.00
상승여력	53.6%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,384.28

EPS 성장률(25F,%)	37.9
P/E(25F,x)	51.7
배당수익률(%)	0.0
시가총액(조원)	16.24
상장주식수(백만주)	1,254.0
60일 평균 거래대금(백만HKD)	465.29
52주 최저가(HKD)	23.75
52주 최고가(HKD)	85.10

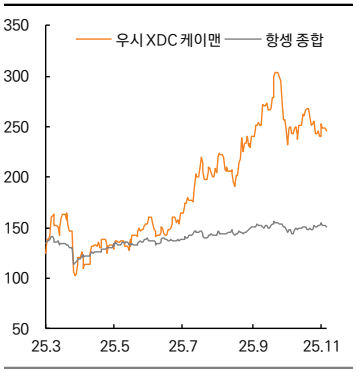
(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.0	80.9	176.6
상대주가	-3.3	60.0	103.6

기업소개

- WuXi XDC는 항체-약물 접합체(ADC)를 포함한 XDC에 대한 계약형 연구, 개발, 제조(CRDMO, Contract Research, Development, and Manufacturing Organization) 서비스를 제공
- WuXi XDC는 ADC 및 다양한 바이오 컨쥬게이트 개발에 필요한 모든 서비스를 하나의 플랫폼에서 제공할 수 있는 장점을 보유하고 있음

투자포인트

- 기존 ADC 치료제의 매출 확대 및 이중특이성 ADC, 듀얼페이로드 ADC 등 진화된 형태의 XDC 연구도 증가하고 있어, 이는 WuXi XDC의 수주 증가로 이어질 것
- WuXi XDC는 항체 생산부터 ADC로의 컨쥬게이션까지 원스톱(end-to-end) 솔루션을 제공할 수 있어 고객사 입장에서 매우 효율적인 CRDMO
- 새롭게 부상 중인 이중특이성 ADC, 다중페이로드 ADC 등에 대한 기술력도 확보하고 있어 고객사에 서비스가 가능한 구조



결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억HKD)	12	23	44	64	90	126
영업이익 (십억HKD)	2	4	13	18	26	38
영업이익률 (%)	16.7	17.4	29.5	28.1	28.9	30.2
순이익 (십억HKD)	2	3	12	16	24	34
EPS (HKD)	0.15	0.31	0.97	1.33	1.96	2.81
ROE (%)	21.3	8.2	17.8	20.1	23.3	26.0
P/E (배)	-	104.4	31.7	51.7	35.2	24.6
P/B (배)	-	6.4	5.2	9.3	7.3	5.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

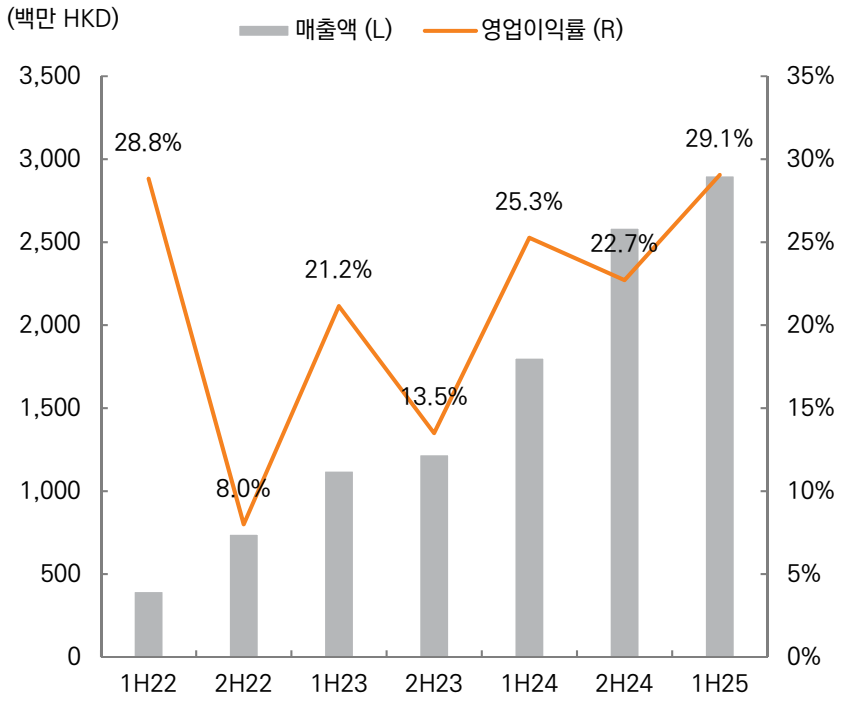
자료: 우시 XDC 케이맨, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

시장 포지셔닝

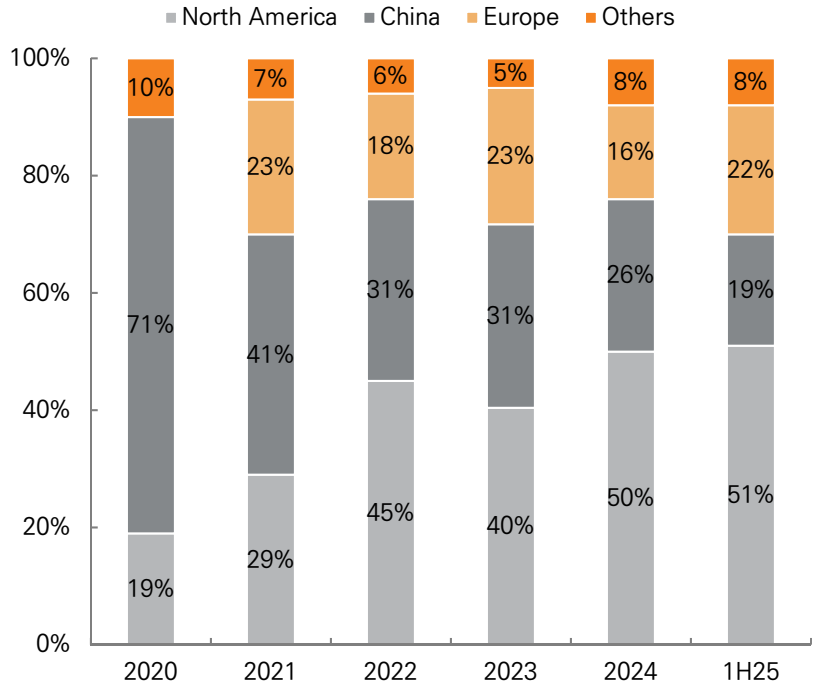
- 글로벌 매출의 대부분은 미국 고객사로부터 발생, 중국 내수 비중은 미미
- 24년과 25년 상반기 북미 매출 비중은 각각 50%, 51%로 유지 중. 24년 생물보안법 이슈가 있었음에도 불구하고 북미 비중을 일정 수준으로 유지하고 있다는 점이 중요
- XDC 분야 글로벌 톱티어 CDMO Lonza와 유사한 시장점유율을 보유
- 단가 수준은 Lonza보다 약간 낮고, 타 글로벌 CDMO보다 높은 수준. 저가 경쟁보다는 품질 중심
- 인건비 절감 + 공정 효율성으로 수익성 확보가 가능한 구조

WuXi XDC 매출액 및 영업이익률 추이



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

WuXi XDC 지역별 매출 비중 추이



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

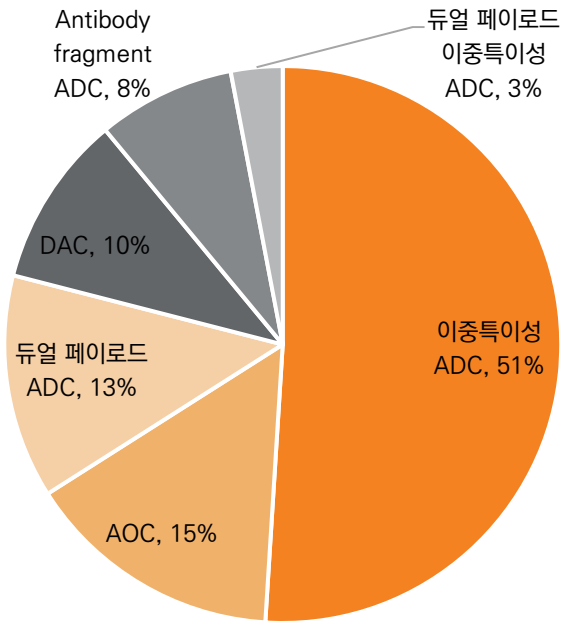
고객사들의 XDC 연구 동향

- 고객사들의 XDC 파이프라인에서 신규 타깃이 전체 프로젝트의 50% 이상을 차지 (HER2, TROP2 이외 DLL3, GPRC5D, CEACAM5 등)
- 산업 전반을 살펴보면 PD-(L)1과 같은 타깃에 관심을 갖는 기업들도 많음
- ADC를 넘어 DAC, AOC 등 다양한 형태로 확장 중. 다중 페이로드(multi-payload) ADC와 이중특이성 ADC 개발이 활발함

신규 타깃이 전체 프로젝트의 50% 이상

자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

다양해지는 XDC 연구



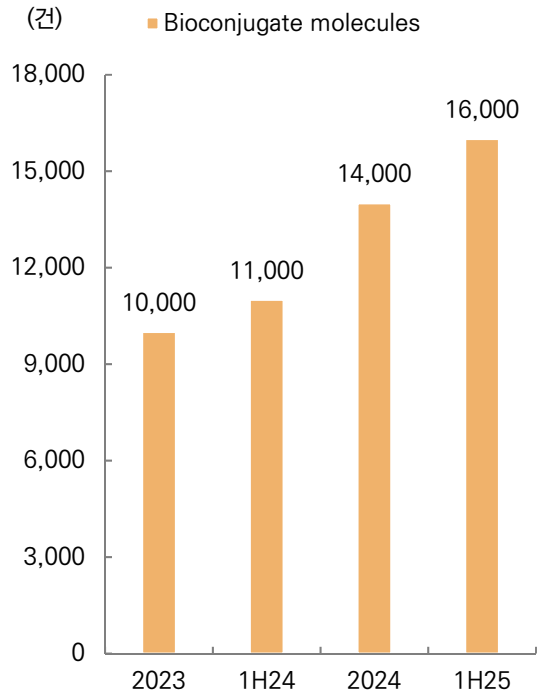
자료: Frost & Sullivan, WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

다수의 프로젝트를 통한 기술력 검증

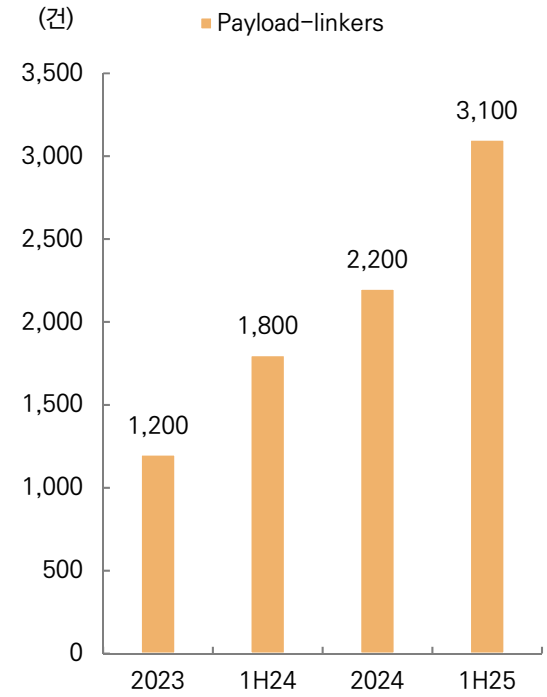
- Dual 또는 Multi Payload ADC 제조의 기술적 난이도 높음. 두 개의 페이로드를 조합할 경우, 독성 밸런스와 반응성을 모두 제어해야 하기 때문에 난이도가 매우 높음
- 핵심은 DAR(Drug-to-Antibody Ratio) 제어이며, 여러 페이로드를 결합할수록 복잡성이 기하급수적으로 증가. 하지만 WuXi XDC는 이러한 복잡한 구조를 다룰 수 있는 공정 역량을 확보
- ADC의 DP(Drug Product) 공정은 바이오컨쥬게이션(Bioconjugation) 기술이 안정적으로 이루어져야 가능한 단계로 기술 장벽이 높음

바이오컨쥬게이션 경험



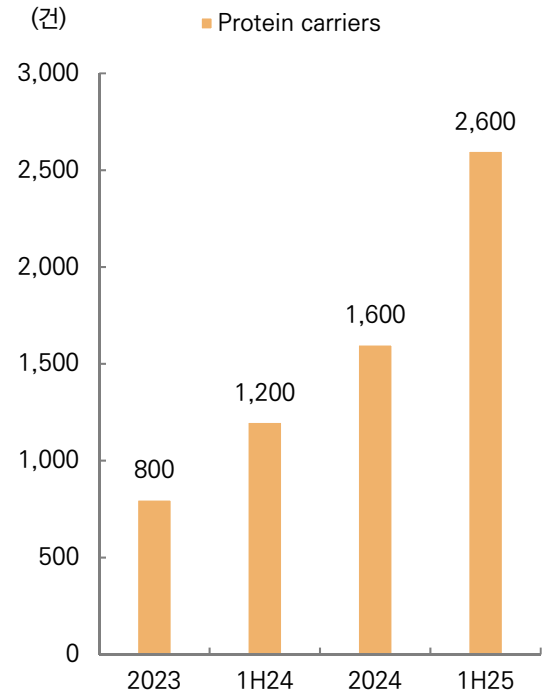
자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

페이로드-링커 경험



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

단백질 캐리어 경험



자료: WuXi XDC, 미래에셋증권 리서치센터

우시 XDC 케이맨 (02268 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억HKD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**44**	**64**	**90**	**126**
매출원가	**30**	**43**	**60**	**83**
매출총이익	**14**	**21**	**30**	**43**
판매비와관리비	**0**	**3**	**5**	**5**
영업이익	**13**	**18**	**26**	**38**
비영업손익	**0**	**0**	**0**	**0**
금융손익	**0**	**1**	**3**	**3**
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	0	-1	-3	-3
법인세차감전순이익	13	18	26	38
법인세	2	2	2	4
당기순이익	12	16	24	34
지배주주	12	16	24	34
비지배주주	**0**	**0**	**0**	**0**

Growth & Margin (%)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	91.3	45.5	40.6	40.0
매출총이익증가율	133.3	50.0	42.9	43.3
영업이익증가율	225.0	38.5	44.4	46.2
순이익증가율	300.0	33.3	50.0	41.7
EPS증가율	215.7	37.9	46.8	43.4
매출총이익률	31.8	32.8	33.3	34.1
영업이익률	29.5	28.1	28.9	30.2
당기순이익률	27.3	25.0	26.7	27.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억HKD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**65**	**97**	**132**	**179**
현금성자산	20	36	47	71
매출채권	20	27	38	49
재고자산	1	2	2	3
기타유동자산	24	32	45	56
비유동자산	**32**	**33**	**33**	**33**
투자자산	0	0	0	0
유형자산	29	30	30	30
무형자산	3	3	3	3
기타비유동자산	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**97**	**130**	**165**	**212**
유동부채	26	40	52	65
매입채무	11	15	21	26
단기차입금	5	11	11	13
기타유동부채	**10**	**14**	**20**	**26**
비유동부채	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**26**	**40**	**52**	**65**
지배주주지분(연결)	71	90	113	147
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	52	0	0	0
이익잉여금	**18**	**90**	**113**	**147**
기타	**1**	**0**	**0**	**0**
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**71**	**90**	**113**	**147**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	31.7	51.7	35.2	24.6
P/S (배)	8.4	13.0	9.2	6.6
P/B (배)	5.2	9.3	7.3	5.7
EV/EBITDA (배)	22.9	43.8	30.0	19.5
EPS (HKD)	1	1	2	3
BPS (HKD)	6	7	9	12
DPS (HKD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	2.9	2.7	2.8	2.9
재고자산회전율 (회)	49.4	43.1	43.6	45.9
매입채무 회전율 (회)	3.5	3.3	3.4	3.5
ROA (%)	13.6	14.2	16.0	17.9
ROE (%)	17.8	20.1	23.3	26.0
ROIC (%)	47.7	47.3	66.9	92.9
부채비율 (배)	37.4	44.7	45.9	44.3
유동비율 (배)	247.4	242.5	255.2	275.9
순차입금/자기자본 (배)	-52.1	-60.6	-68.0	-74.8

자료: 우시 XDC 케이맨, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 Duality Biotherapeutics (09606 HK)

단기 모멘텀과 중장기 성장성 모두 확보

Refinitiv 평균 목표주가	**HKD 449.56**
현재주가(25/11/17)	HKD 343.20
상승여력	31.00%
국가	중국
항셍 종합(p)	26,384.28

기업소개

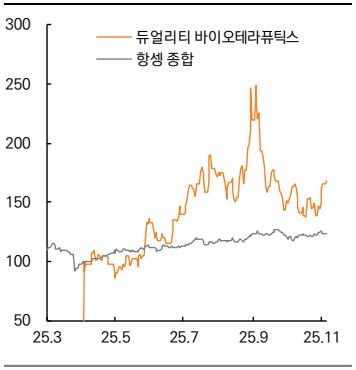
- 항체-약물 접합체(ADC, Antibody-Drug Conjugate) 의약품을 개발하는 중국 상하이 소재의 바이오텍으로, 2019년에 설립되었으며, 25년 4월 홍콩 시장에 상장
- 4개의 ADC 플랫폼 기술을 보유하고 있으며, 베이진, GSK, 바이오엔텍 등에 기술이전 이력을 보유. 대부분의 임상이 글로벌에서 진행 중으로 허가 후 미국 시장 진입 가능

투자포인트 및 Risk 요인

- 중기: 중국(유방암) 및 미국(자궁내막암) HER2 ADC 상업화 본격화 (2026년 말~2027년 초)
- 장기: Novel Payload 및 Autoimmune ADC 확장에 따른 성장성 확보(차세대 ADC 플랫폼)
- 리스크: 락업 해제 이후 단기 변동 가능성 있으나, 6개월 내 주요 모멘텀 다수

EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	-
시가총액(십억원)	5,686.28
상장주식수(백만주)	88.3
60일 평균 거래대금(백만HKD)	484.44
52주 최저가(HKD)	176.50
52주 최고가(HKD)	510.00

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.7	76.5	0.0
상대주가	-1.7	56.2	0.0



결산기 (12월)	2023	2024	2025F
매출액 (십억HKD)	20	21	24
영업이익 (십억HKD)	9	-2	0
영업이익률 (%)	45.0	-9.5	0.0
순이익 (십억HKD)	-4	-11	-23
EPS (HKD)	-4.75	-13.70	-26.69
ROE (%)	32.0	67.2	-591.3
P/E (배)	-	-	-
P/B (배)	-	-	10.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

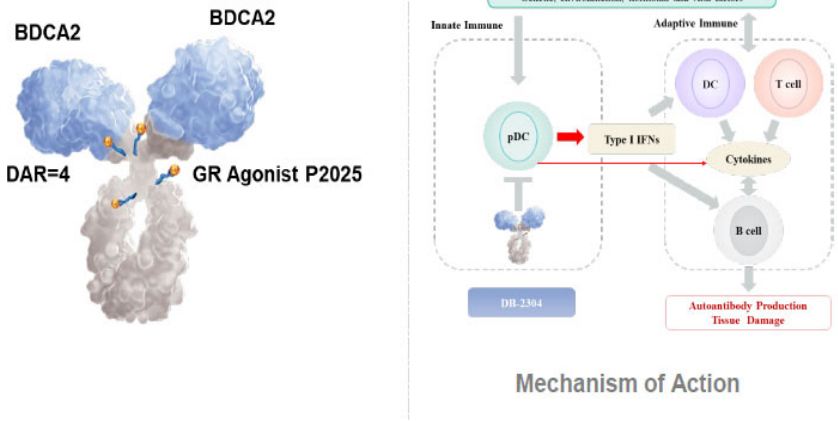
자료: 듀얼리티 바이오테라퓨틱스, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

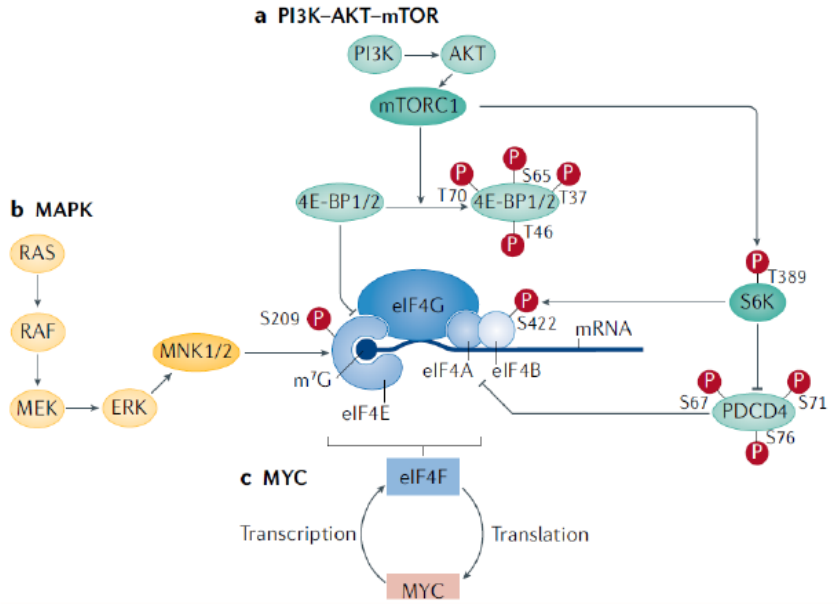
모달리티와 적응증 모두 확장 중

- B7-H3/PD-L1 이중특이성 ADC(DB-1419): 이중특이성 구조를 통해 종양 표적 효과뿐 아니라 면역항암제(IO) 효과까지 동시에 발휘. 경쟁 PD-L1 대비 높은 용량 단계에 있음
- 자가면역질환용 ADC 플랫폼: BDCA2 ADC의 1상 SAD 데이터를 11월 학회에서 발표 예정. Type I Interferon 신호경로 및 면역조절 경로의 상위 신호를 차단하는 작용기전
- 신규 페이로드(Novel Payload): **기존 topoisomerase 기반 페이로드의 내성 문제 해결이 목표**. 1) DP-5: 암 유전자 번역(translation) 억제, 2) DP-9: 암 유전자 전사(transcription) 억제

적응증 확장: 자가면역질환치료제 BDCA2 ADC(DB-2304)



신규 페이로드: Duality Unique Payload(DUP5)의 작용기전



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

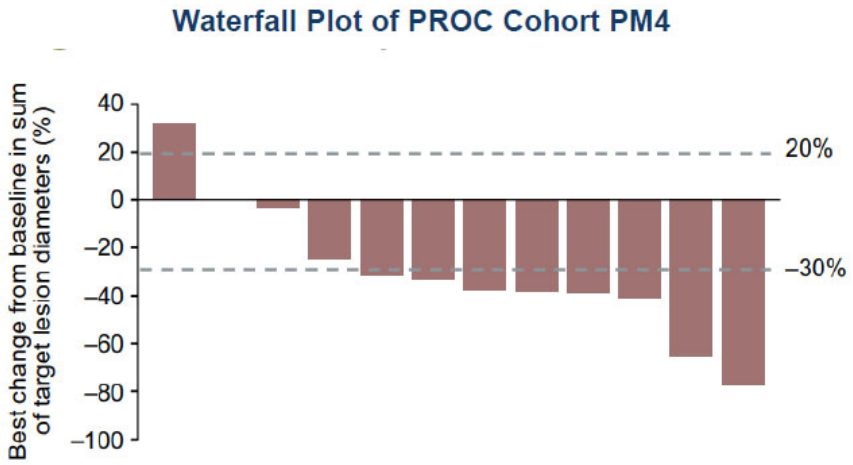
자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

ADC + IO 병용 전략

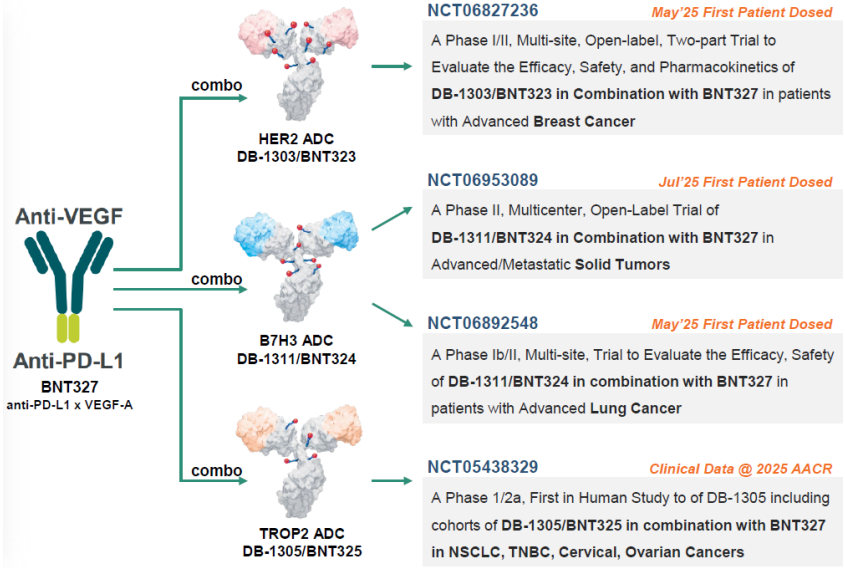
- VEGF/PD-L1 면역항암제와의 병용 요법으로, 바이오엔텍과 협력 중인 세 가지 ADC 자산 (HER2 ADC, B7-H3 ADC, TROP2 ADC가 포함)이 임상 순항 중
- HER2, B7-H3 등 세 가지 ADC 관련 글로벌 임상시험 4건이 진행 중 (2건은 듀얼리티 주도, 2건은 바이오엔텍 주도)
- TROP2 ADC + PD-1 병용요법 결과 발표(AACR 2025): Grade3 이상 반응 비율 32.8%, 유의미한 부분반응 관찰(2~4차 난소암 환자 대상 7명 PR, 3명 SD; n=13)

AACR 2025 결과(코호트4: 2~4L PROC, 7PR, 3SD)



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

ADC + PD-L1/VEGF 이중항체(BNT327) 병용 임상 현황



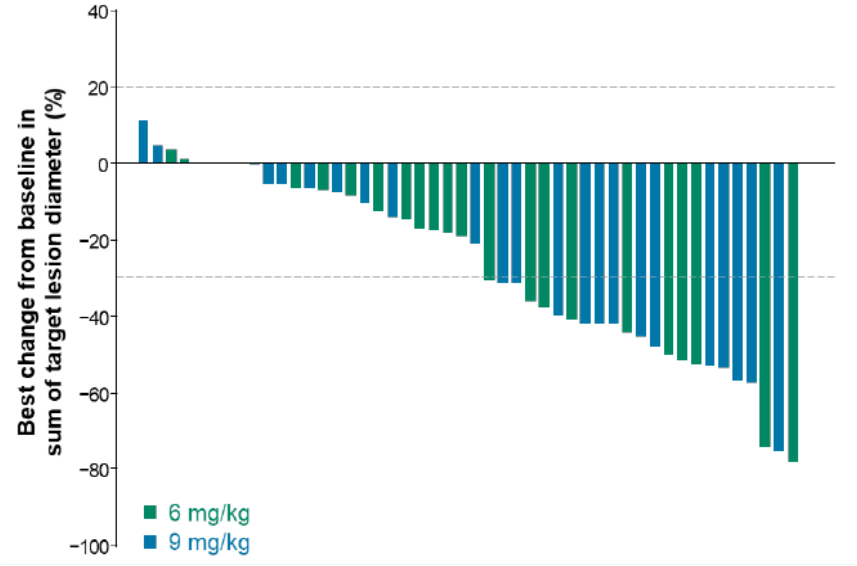
자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

주요 파이프라인의 긍정적인 임상 결과들

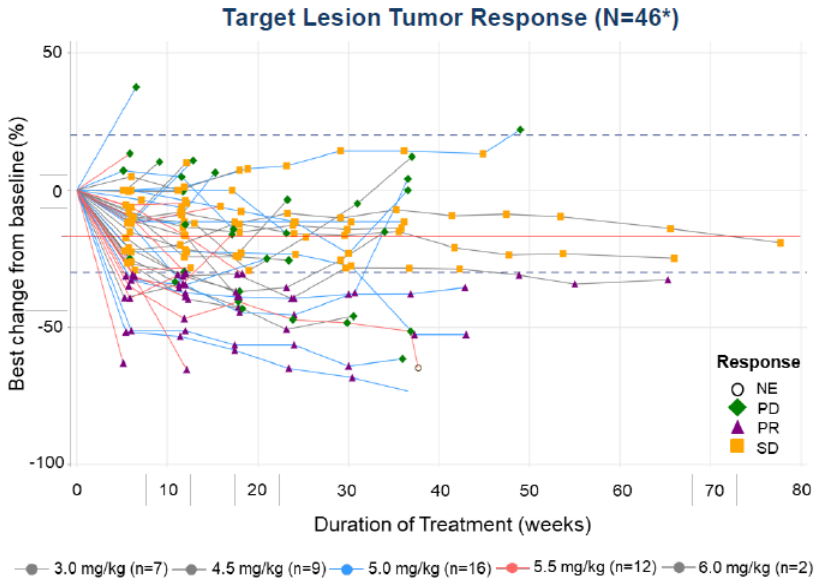
- B7-H3 ADC(DB-1311): 초기 임상 1/2상에서 기존 치료(플루빅토)를 받은 CRPC 환자가 20% 이상 포함되어 있었음에도 ORR 42.3%, 9개월 PFS 67.7%(vs. 플루빅토 PFS 8.7개월), Grade 3 이상 이상반응 42.5%(1Q26 추가 데이터 발표 예정)
- HER3 ADC(DB-1310): EGFR 변이 비소세포폐암(NSCLC) 환자에서 PFS 8.28개월(5mg/kg), Grade3 이상 이상반응은 36%(경쟁약물은 다이이찌산쿄 HER3 ADC)
- ADAM9 ADC(DB-1317): 위암, 대장암에서 우수한 전임상 효능 확인. 25년 9월 첫 환자 투여 완료(경쟁약물 MacroGenics MGC028는 독성문제로 임상 중단)

ASCO 2025: B7-H3 ADC CRPC 대상 ORR 42.3%



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

ASCO 2025: HER3 ADC NSCLC 대상 ORR 43.5%



자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

핵심 파이프라인의 주요 성과

구분	코드명	타깃	적응증	파트너	단계	비고
HER2 ADC	DB-1303	HER2	유방암 (HER2-high, low), 자궁내막암	BioNTech	2/3상	중국 NMPA 허가 준비 중 (25년말), 글로벌 BLA 예정
B7-H3 ADC	DB-1310	B7-H3	전립선암 (CRPC), 기타 고형암	BioNTech	2상	ASCO 2025 구두발표, 12월 ESMO Asia 기타 적응증 결과 구두발표, CRPC 업데이트 예정(1Q26)
TROP2 ADC	DB-1301	TROP2	고형암	BioNTech	1/2상	PD-1 병용 임상 세계 최초 발표
HER3 ADC	DB-1311	HER3	EGFR 변이 폐암, 유방암	-	1/2상	ASCO 2025 발표, 12월 ESMO Asia서 추가 데이터 예정
ADAM9 ADC	DB-1401	ADAM9	위암, 대장암, 췌장암	-	1상 (FPI 완료)	Claudin18.2 대비 전임상 효능 우수, INA 발표
BDCA2 ADC (Autoimmune)	C32	BDCA2	루푸스 등 자가면역질환	-	1상	산업 최초 자가면역용 ADC, 11월 Immunology Annual Meeting 구두발표 예정(1상 SAD)
Novel Payload 계열	DP-5/DP-9/ DP-10	-	-	-	전임상	Topo I 저항 극복, mRNA/전사 억제 메커니즘
Bispecific ADC	B7-H3/ PD-L1	Dual	고형암	-	1상	IO+ADC 결합, 업계 최초 기전 후보

자료: Duality Biotherapeutics, 미래에셋증권 리서치센터

듀얼리티 바이오테라퓨틱스 (09606 HK)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억HKD)	2023	2024	2025F
매출액	**20**	**21**	**24**
매출원가	**5**	**13**	**14**
매출총이익	**15**	**8**	**10**
판매비와관리비	**6**	**11**	**11**
영업이익	**9**	**-2**	**0**
비영업손익	**-11**	**-9**	**-23**
금융손익	**0**	**0**	**0**
관계기업관련손익	0	0	0
기타이익추가	-11	-9	-23
법인세차감전순이익	-2	-11	-23
법인세	2	0	0
당기순이익	-4	-11	-23
지배주주	-4	-11	-23
비지배주주	**0**	**0**	**0**

Growth & Margin (%)	2023	2024	2025F
매출액증가율	-	5.0	14.3
매출총이익증가율	-	-46.7	25.0
영업이익증가율	-	-122.2	-100.0
순이익증가율	-	175.0	109.1
EPS증가율	-	-	-
매출총이익률	75.0	38.1	41.7
영업이익률	45.0	-9.5	0.0
당기순이익률	-20.0	-52.4	-95.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억HKD)	2023	2024	2025F
유동자산	**15**	**20**	**42**
현금성자산	12	13	34
매출채권	1	5	5
재고자산	0	0	0
기타유동자산	2	2	3
비유동자산	**2**	**2**	**1**
투자자산	0	0	0
유형자산	0	0	0
무형자산	1	0	0
기타비유동자산	**1**	**2**	**1**
자산총계	**17**	**22**	**43**
유동부채	28	41	10
매입채무	3	7	8
단기차입금	23	32	1
기타유동부채	**2**	**2**	**1**
비유동부채	1	3	3
장기금융부채	0	0	0
기타비유동부채	**1**	**3**	**3**
부채총계	**29**	**44**	**13**
지배주주지분(연결)	-12	-22	29
자본금	0	0	0
자본잉여금	0	0	76
이익잉여금	**-12**	**-21**	**-44**
기타	**0**	**-1**	**-3**
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**
자본총계	**-12**	**-22**	**29**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F
P/E (배)	-	-	-
P/S (배)	-	-	12.4
P/B (배)	-	-	10.3
EV/EBITDA (배)	-	-	5,791.6
EPS (HKD)	-5	-14	-27
BPS (HKD)	-15	-26	33
DPS (HKD)	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0
매출채권회전율 (회)	13.5	6.7	4.9
재고자산회전율 (회)	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	1.8	2.6	1.8
ROA (%)	-24.0	-58.8	-72.6
ROE (%)	32.0	67.2	-591.3
ROIC (%)	-922.2	220.6	-2.2
부채비율 (배)	-233.5	-203.4	44.3
유동비율 (배)	52.1	49.3	407.2
순차입금/자기자본 (배)	-89.8	-82.3	-118.6

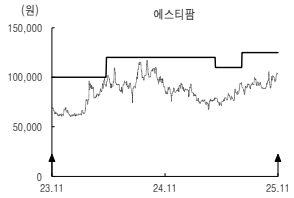
자료: 듀얼리티 바이오테라퓨틱스, 미래에셋증권 리서치센터

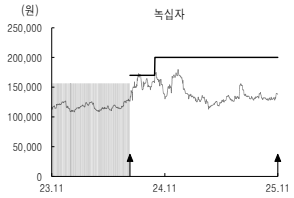
Compliance

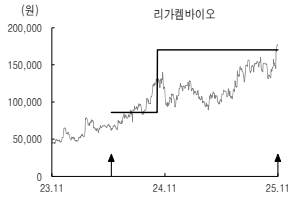
투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스티팜 (237690)					2024.10.17	매수	200,000	-	-
2025.07.25	매수	125,000	-	-	2024.07.29	매수	170,000	-9.10	1.76
2025.04.30	매수	110,000	-26.65	-13.82	리가켐바이오 (141080)				
2024.05.13	매수	120,000	-24.82	-2.50	2024.10.25	매수	170,000	-	-
2023.11.02	매수	100,000	-28.25	-0.20	2024.05.29	매수	86,000	2.96	52.33
녹십자 (006280)									

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







투자의견 분류 및 적용기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 리가켐바이오 의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트 조세은은(는) 자료작성일 현재 노바티스 20주 보유하고 있습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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