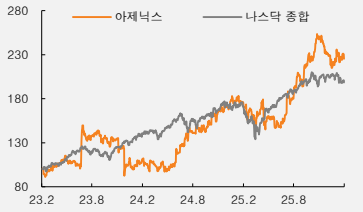
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.2.24

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ USD 1,120
현재주가(26/2/23)	USD 826.25
상승여력	35.6%

나스닥 종합(p)	22,627.27
EPS 성장률(25F,%)	39.0
P/E(25F,x)	43.5
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	50.54
시가총액(조원)	73.22
상장주식수(백만주)	61.2
60일 평균 거래대금(백만USD)	289.05
52주 최저가(USD)	532.27
52주 최고가(USD)	929.61

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.4	25.2	28.2
상대주가	5.3	18.9	10.6



[글로벌 바이오텍]

서미화
mihwa.seo@miraeasset.com

ARGX US · 글로벌 바이오텍 · 미국

아제닉스

자가면역치료제 시장의 신흥 세력

비브가르트: 매분기 기록 경신 중

아제닉스의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 1,120달러로 33% 상향(기존 840달러)한다. 목표주가는 면역질환치료제 기업인 애브비, 바이오텍 기업 버텍스, 앨나일람의 평균 P/E 26.7배를 적용했다. 27년 예상 EPS는 47달러이며 10% 할인율을 적용하여 42달러로 현가화했다. 최종 목표주가는 1,120달러로 산정했다. 현재 주가 대비 상승여력이 35.6% 임을 감안하여 투자의견은 매수로 유지한다.

2026년 매출액은 55.03억 달러(+32.5% YoY), 영업이익 20.78억 달러(+80.8% YoY)로 추정한다. 아제닉스의 4Q25 비브가르트 매출은 시장의 기대치를 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 4Q25 비브가르트 매출은 12억 8,600만 달러로 이는 전년 동기 대비 74%, 전분기 대비 14% 성장한 수치다. 이러한 성장은 기존의 중증근무력증(gMG) 적응증뿐만 아니라 신규 출시된 만성 염증성 탈수초성 다발성신경병증(CIDP) 적응증에서의 시장 확대도 이뤄졌기 때문으로 보인다.

가장 강력한 경쟁력은 편의성 개선이며, 2Q25 FDA 허가를 받은 프리필드 시린지(PFS) 제형의 출시는 신규 환자와 처방 의사의 유입을 촉진했다. PFS로 치료를 시작하는 환자의 절반 이상이 비브가르트를 처음 사용하는 신규 환자이며, 출시 이후 260명 이상의 신규 처방 의사도 확보했다. PFS 제형은 특히 젊고 활동적인 환자층을 공략하고 있다.

26년 임상 모멘텀도 풍부, 적응증 확대 가능

25년엔 편의성 개선을 통해 시장 확대가 가능했다면 26년은 적응증 확대를 통한 전략이 유효할 것이라는 판단이다. 비브가르트의 1) 1Q26 안구근육무력증, 2) 3Q26 근염, 3) 4Q26 특발성 혈소판감소증, 4) 2H27 쇼그렌증후군 임상 시험 데이터가 발표될 예정이다. EMPA의 경우, 4Q26 MMN 데이터, 2H27 CIDP 데이터가 발표될 예정이다.

비브가르트의 혈청음성 중증근무력증에 대한 sBLA는 1월 제출되어 26년 5월 10일(PDUFA date) FDA 승인이 예상된다. 현재 근무력증에서 타깃하는 환자는 17,000명으로 다양한 증상에 대한 적응증을 확대함으로써 최종적으로 60,000명 대상의 근무력증 환자를 대상으로 비브가르트를 허가받을 예정이다. 2027년에는 오토인젝터 제품을 출시하여 현재 PFS 대비 편의성이 더 높아질 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (USD mn)	1,226	2,190	4,152	5,503	6,962
영업이익 (USD mn)	-425	-22	1,149	2,078	3,203
영업이익률 (%)	-34.7	-1.0	27.7	37.8	46.0
순이익 (USD mn)	-295	833	1,183	1,892	2,855
EPS	-5.16	13.92	19.35	30.94	46.67
ROE (%)	-8.5	17.4	21.7	29.7	32.6
P/E (배)	-	44.2	43.5	26.7	17.7
P/B (배)	5.5	6.8	9.5	6.9	5.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아제닉스, 미래에셋증권 리서치센터

면역질환치료제에서 중요해진 '최소증상발현'

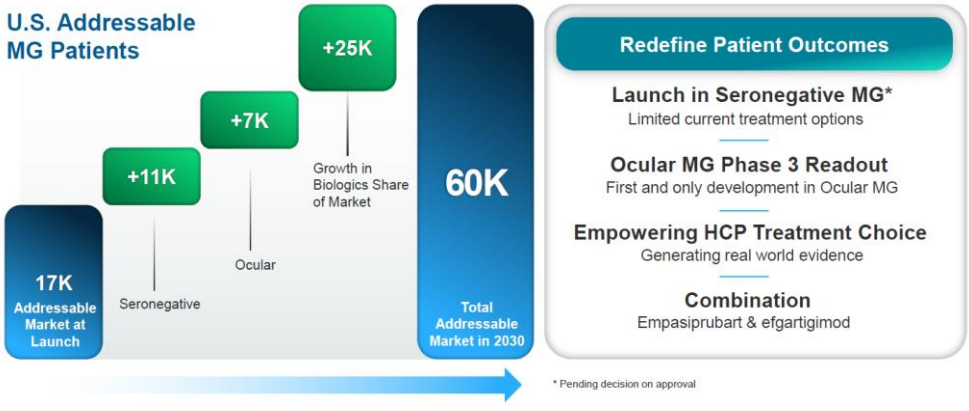
아제닉스는 환자 치료 효과를 평가하는 가장 핵심적인 '황금 기준(Golden Standard)'으로 최소증상발현(Minimum Symptom Expression, 이하 MSE)을 강조한다. MSE는 환자가 일상생활에서 질병으로 인한 증상을 거의 느끼지 못하는 상태에 도달하는 것을 의미하며, 이는 단순한 증상 완화를 넘어선 치료 목표다.

ADAPT subcu 연구의 데이터에 따르면, 비브가르트(VYVGART)를 투여받은 전신성 중증 근무력증(gMG) 환자의 최대 60%가 MSE에 도달했다. 더불어 MSE에 도달한 환자 중 83%는 최소 8주 이상 이 상태를 유지한 것으로 확인되었다. 이는 비브가르트가 깊고 지속적인 치료효과를 보여줄 수 있다는 가능성을 보여주었다.

또한 스테로이드 감량은 환자와 처방자 모두에게 중요한 결과로 인식되고 있다. 비브가르트 치료 6개월차에 의미 있는 스테로이드 감량을 보여준 이전 데이터를 바탕으로, 비브가르트 치료가 18개월까지 지속되는 것을 확인했다. 비브가르트 환자의 55% 이상이 스테로이드를 하루 5mg 미만으로 감량했다.

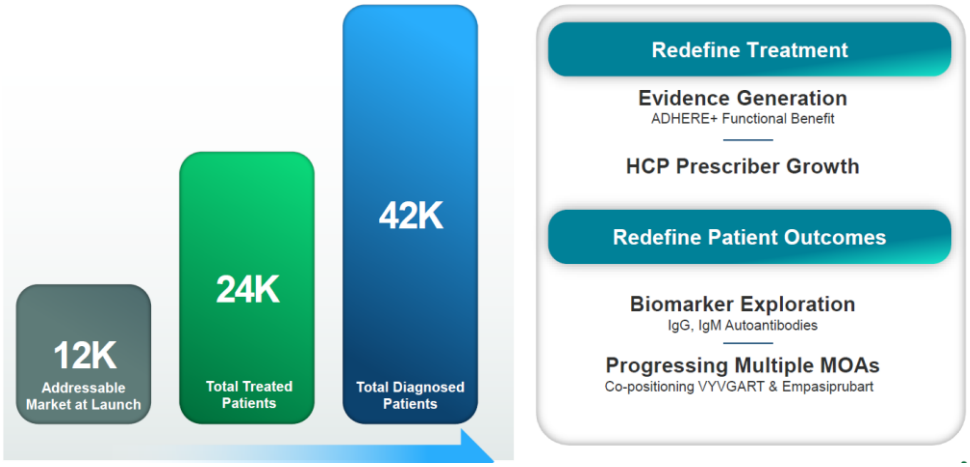
아제닉스는 MSE와 같은 중요한 임상적 평가변수를 바탕으로 임상시험을 설계하고 있다. 장기 추적 조사 데이터는 비브가르트가 gMG 분야에서 높은 기준을 설정했음을 입증하며, 이러한 데이터 축적은 향후 혈청 음성 중증근무력증 등으로의 적응증 확대 승인 가능성을 높이는 핵심 요소로 작용할 것으로 보인다.

그림 1. 근무력증 적응증 확대 전략



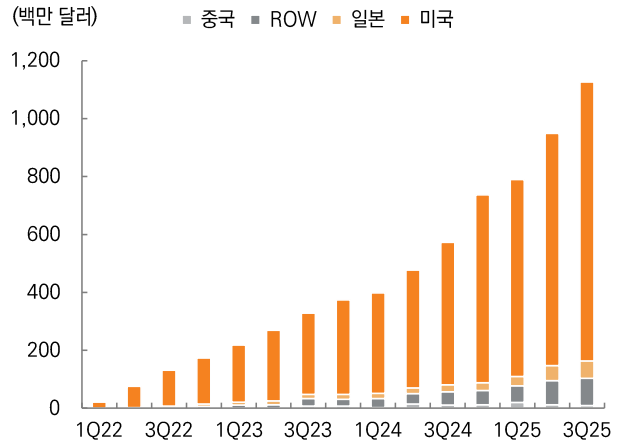
자료: 아제닉스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. CIDP 적응증 확대 전략



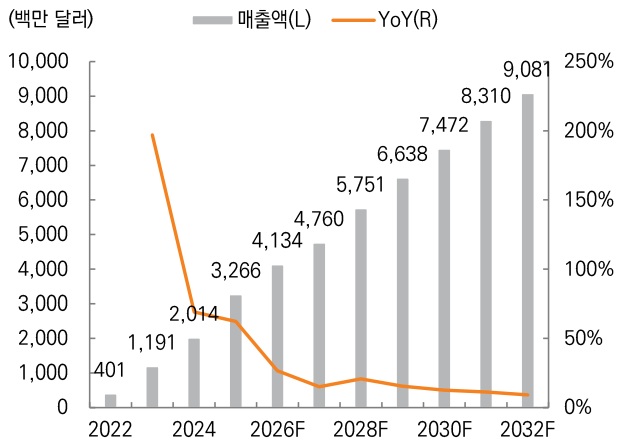
자료: 아제닉스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 비브가르트 매출액 추이



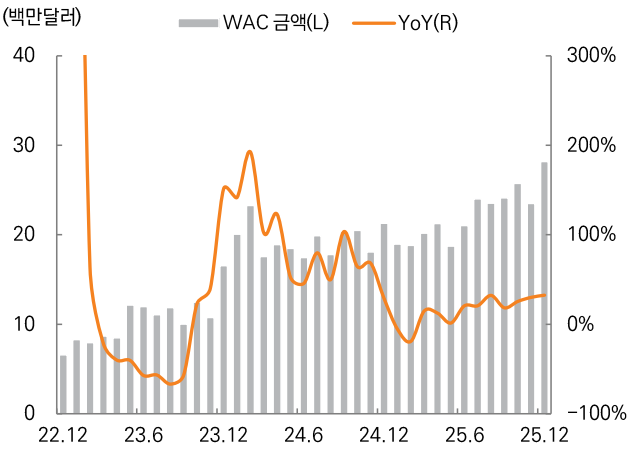
자료: 아제닉스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 비브가르트 매출액 전망



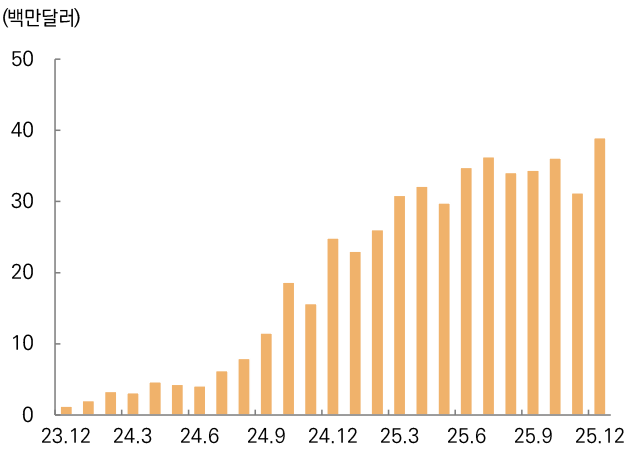
자료: 이밸류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 비브가르트 처방액 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 비브가르트SC 처방액 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 1,120달러로 상향

아제닉스의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 1,120달러로 33% 상향한다. 2026년 매출액은 55.03억 달러(+32.5% YoY), 영업이익 20.78억 달러(+80.8% YoY)로 추정한다. 아제닉스의 4Q25 비브가르트 매출은 시장의 기대치를 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 4Q25 비브가르트 매출은 12억 8,600만 달러로 이는 전년동기 대비 74%, 전분기 대비 14% 성장한 수치다.

기존 아제닉스에 대한 목표주가는 2025~2034년 추정치를 이용한 DCF 모델을 통해 산정하였다. 하지만 비브가르트의 매출 증가로 3Q24 이후 안정적인 영업흑자를 기록하고 있어 기존 목표주가 산정 방법(DCF)을 P/E 멀티플을 이용한 방법으로 번경한다.

면역질환치료제 기업인 애브비, 바이오텍 기업 버텍스, 앨나일람의 평균 P/E 26.7배를 적용했다. 27년 예상 EPS는 47달러이며 10% 할인율을 적용하여 42달러로 현가화했다. 최종 목표주가는 1,120달러로 산정했다. 현재 주가 대비 상승여력이 35.6% 임을 감안하여 투자의견은 매수로 유지한다.

아제닉스는 '최소증상발현(MSE)'이라는 기준을 확립했다. 이는 환자들이 증상이 없거나 최소한의 증상만으로 살아갈 수 있다는 것을 의미한다. 실제 임상에서 비브가르트 사용 환자의 60%가 MSE를 달성했다. 또한, 중증근무력증 시장의 60%, 환자의 70%는 경구용 약물 치료 중 비브가르트로 전환하고 있다.

아제닉스는 중증근무력증 치료제로서 비브가르트를 블록버스터로 성장시킨 기업으로 적응증 확대와 편의성 증대를 통해 지속적 시장 확장이 가능하다는 판단이다.

표 1. 아제닉스 실적 추정치 (백만 달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	401	478	573	738	791	949	1,127	1,286	2,190	4,152	5,503
VYVGART	398	478	573	737	790	949	1,127	1,286	2,186	4,152	5,503
매출원가	43	52	59	73	81	111	109	129	227	430	550
판관비	451	471	500	563	571	637	671	694	1,985	2,574	2,875
영업이익	-93	-45	14	103	139	201	346	463	-22	1,149	2,078
YoY											
매출액	83.0%	-2.5%	73.8%	0.2%	97.2%	98.6%	96.6%	74.2%	23.4%	89.6%	32.5%
VYVGART	82.7%	77.4%	74.1%	96.9%	98.4%	98.7%	96.7%	74.5%	83.6%	89.9%	32.5%
매출원가	135.5%	23.7%	64.1%	-3.7%	87.1%	111.4%	85.2%	77.0%	32.0%	89.0%	28.1%
판관비	48.2%	-27.9%	33.5%	-36.1%	26.5%	35.3%	34.3%	23.4%	-10.3%	29.7%	11.7%
영업이익	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	349.3%	적지	흑전	80.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 아제닉스 목표주가 산정

구분	내용	비고
P/E multiple	26.7	Peer 그룹 평균
예상 EPS(달러)	42.0	27F EPS 현가화
적정주가(달러)	1,121.2	
목표주가(달러)	1,120	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

아제닉스 (ARGX US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(USD mn)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,190**	**4,152**	**5,503**	**6,962**
매출원가	**227**	**430**	**550**	**627**
매출총이익	**1,963**	**3,722**	**4,953**	**6,335**
판매비와관리비	**1,985**	**2,574**	**2,875**	**3,133**
영업이익	**-22**	**1,149**	**2,078**	**3,203**
비영업손익	**107**	**225**	**117**	**116**
금융손익	137	-4	-43	-43
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-30	229	160	159
법인세차감전순이익	85	1,374	2,195	3,319
법인세	-748	191	303	465
당기순이익	**833**	**1,183**	**1,892**	**2,855**
지배주주	833	1,183	1,892	2,855
비지배주주	0	0	0	0

Growth & margins	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	78.6	89.6	32.5	26.5
매출총이익증가율	77.2	89.6	33.1	27.9
영업이익증가율	-94.8	-5,322.7	80.9	54.1
순이익증가율	-382.4	42.0	59.9	50.9
EPS증가율	-	39.0	59.9	50.9
매출총이익률	89.6	89.6	90.0	91.0
영업이익률	-1.0	27.7	37.8	46.0
당기순이익률	38.0	28.5	34.4	41.0

예상 재무상태표 (요약)

(USD mn)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**4,883**	**6,503**	**8,381**	**11,608**
현금성자산	1,500	611	1,900	3,215
매출채권	909	1,583	1,742	2,255
재고자산	407	709	780	1,010
기타유동자산	2,067	3,600	3,959	5,128
비유동자산	**1,319**	**143**	**343**	**376**
투자자산	50	103	113	146
유형자산	44	40	50	50
무형자산	181	0	180	180
기타비유동자산	1,044	0	0	0
자산총계	**6,203**	**6,646**	**8,724**	**11,984**
유동부채	**670**	**1,155**	**1,271**	**1,645**
매입채무	342	596	656	849
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	328	559	615	796
비유동부채	**34**	**66**	**137**	**168**
장기금융부채	65	60	130	154
기타비유동부채	-31	6	7	14
부채총계	**704**	**1,222**	**1,408**	**1,813**
지배주주지분(연결)	**5,498**	**5,424**	**7,316**	**10,171**
자본금	7	0	0	0
자본잉여금	5,949	5,000	5,000	5,000
이익잉여금	-585	424	2,316	5,171
기타	127	0	0	0
비지배주주지분(연결)	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**5,498**	**5,424**	**7,316**	**10,171**

예상 현금흐름표 (요약)

(USD mn)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**-83**	**-1,030**	**1,789**	**2,339**
당기순이익	-22	1,183	1,892	2,855
감가상각비	18	0	0	0
기타	-79	-2,213	-103	-516
투자활동 현금흐름	**-718**	**-3,379**	**-560**	**-1,720**
- 자본적 지출(CAPEX)	-2	0	0	-5
기타	-716	-3,379	-560	-1,715
재무활동 현금흐름	**280**	**5,060**	**70**	**24**
배당금	0	0	0	0
자본 증가	298	-956	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	36	-12	70	24
기타	-54	6,028	0	0
현금의 증감	-549	611	1,289	1,315
기초현금	2,049	0	611	1,900
기말현금	1,500	611	1,900	3,215

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	44.2	43.5	26.7	17.7
P/S (배)	17.1	12.4	9.2	7.3
P/B (배)	6.8	9.5	6.9	5.0
EV/EBITDA (배)	-	40.7	21.8	13.4
EPS	13.92	19.35	30.94	46.67
BPS	90.49	88.68	119.62	166.29
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	3.1	3.3	3.3	3.5
재고자산회전율 (회)	6.1	7.4	7.4	7.8
매입채무 회전율 (회)	0.8	0.9	0.9	0.8
ROA (%)	15.5	18.4	24.6	27.6
ROE (%)	17.4	21.7	29.7	32.6
ROIC (%)	-21.3	73.5	107.1	132.5
부채비율 (배)	12.8	22.5	19.2	17.8
유동비율 (배)	728.9	562.9	659.5	705.7
순차입금/자기자본 (배)	-60.2	-70.5	-73.4	-75.9

자료: 아제닉스, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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