

## 제약/바이오 비중확대(유지)

### Better than Yesterday

불편했던 매크로 환경의  
Peak-out 을 기점으로 본격적인  
반등 기대. 2023 년 투자심리  
개선을 확인

2024 년 제약/바이오 업종은 지난 약 3 년여간 불편한 변수로 작용해온 매크로 환경의 peak-out 을 바탕으로 저점을 지나 본격적인 반등이 기대된다. 팬데믹 직후 풍부한 유동성 공급과 대표 수혜 업종으로 부각되며 랠리를 펼쳤던 업종 지수는 이후 각 국가들의 긴축 정책과 리오프닝 부각에 따른 코로나19 반사 수혜 기대감 축소로 약세를 지속했다. 하지만 2023년에는 여전한 금리 상승이라는 불편한 매크로 환경 속에서도 견조했던 대형주들의 실적 및 주가, 그리고 바이오텍들의 개별 파이프라인 성과를 기반으로 한 위축됐던 바이오텍 투자 심리의 개선을 확인했으며, 이를 바탕으로 업종 지수 역시 추가적인 하락 보다는 바닥 다지기의 모습을 연출했다.

2024년에는 2023년 긍정적이었던 모멘텀들은 지속되는 가운데 금리의 peak-out 을 바탕으로 상승 전환에 성공할 것으로 기대된다. 대형 바이오 및 대형 제약사들의 실적 모멘텀을 바탕으로 업종 내 유의미한 수급 유입이 기대되며, 이는 대형주를 거쳐 중소형주들까지 수급 확산이 가능할 전망이다. 특히 의료기기 기업들보다는 실적이 부재해 밸류에이션보다는 수급에 영향을 크게 받는 바이오텍들의 주가에도 긍정적으로 작용할 전망이다. 추가적으로 최근 시행돼 2024년 상반기까지 예정된 공매도 전면 금지도 수급에 긍정적이다.

바이오텍들의 반등 속도는 상이할  
전망. 기술이전 성과 보유 및  
관련 파이프라인 가치 리레이팅  
가능성 보유 기업들에 주목

다만 바이오텍들의 주가 반등의 속도는 상이할 전망이다. 여전히 금리의 peak-out 일 뿐 급격한 하락 가능성은 제한적인 상황 속에서 수급 역시 선별적으로 유입될 전망이다. 1) 기술이전 성과를 통해 기술력을 간접적으로 검증 받은 기업들 중, 2) 해당 기술이전 파이프라인에서의 임상 성과 발표를 바탕으로 파이프라인 가치의 재평가가 이뤄질 수 있는 기업들의 반등이 우선적으로 나타날 전망이다.

업종 내 Top Pick 및 관심종목은 다음과 같다(Top Pick 는 밑줄 표시).

- 1) 대형 바이오: SK 바이오팜, 삼성바이오로직스
- 2) 대형 제약사: 유한양행, 종근당
- 3) 신약 개발사: 한울바이오파마, 레고캠바이오, 에이프릴바이오
- 4) 의료기기/용품: 휴메딕스, 메디톡스

Analyst 이동건

dglee@sks.co.kr / 3773-9909

## 2023 년 리뷰: 회복의 가능성을 확인한 구간

여전히 불편했던 매크로, 하지만 분명하게 확인됐던 회복의 가능성

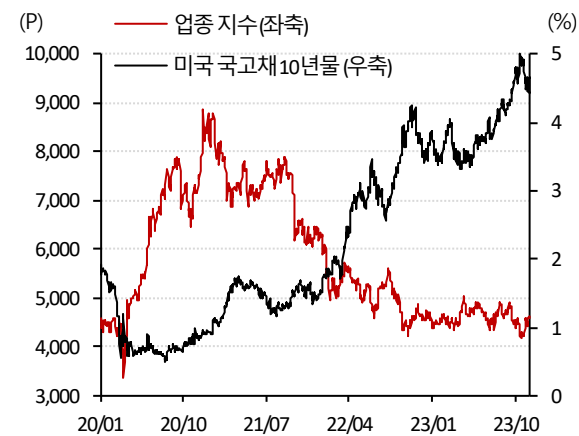
2023 년은 불편했던 매크로 환경  
속 회복의 가능성을 확인

2023 년 제약/바이오 업종은 2021 년 이후 지속된 불편한 매크로 환경이 지속되는 가운데에서도 회복의 가능성을 분명하게 확인할 수 있었다. 파이프라인 가치 변화에 민감하게 기업 가치가 변화되는 신약 개발사들의 특성 상 금리의 상승은 기업 가치의 훼손으로 직결된다. 코로나 19 팬데믹이 극에 달했던 2020 년 말 0.5%대까지 하락했던 미국 국고채 10 년물은 이후 가파르게 상승, 2023 년에는 한때 5.0%대를 기록하기까지 했다. 이 과정에서 업종 지수는 약세를 이어갔으며, 현재는 2020 년 고점 대비 약 50% 하락한 수준에서 횡보 중이다.

주요 대형 바이오 모멘텀 부각,  
기술이전 성과 회복, 주요  
파이프라인들의 임상 성과 가시화

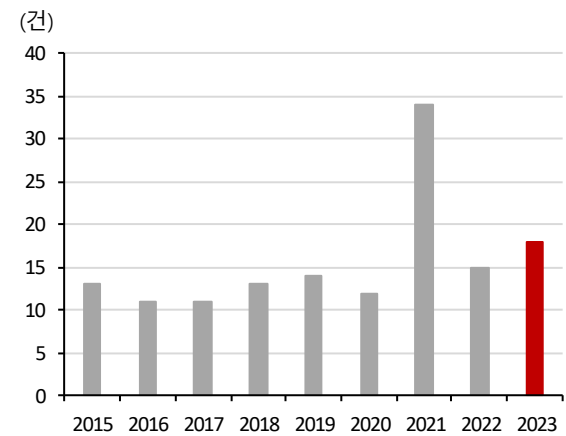
하지만 2023 년에는 지난 2 년여간의 업종 지수 하락세와는 달리 박스권에 머무르며 지난 약세를 마무리하는 흐름이 포착됐다. 이는 1) 주요 대형주들의 실적 모멘텀 부각, 2) 글로벌 기술이전 회복세 가운데 국내 기업들의 의미 있는 기술이전 성과 역시 가시화됐다. 마지막으로, 3) 주요 파이프라인들의 임상 성과를 기반으로 한 가치 재평가의 가능성을 확인했기 때문으로 판단된다. 대표적으로 삼성바이오로직스, SK 바이오팜 등 대형 바이오 기업들 및 유한양행, 한미약품, 종근당 등의 실적 성장세가 포착됐으며, 기술이전 성과 역시 글로벌 기술이전 건수 회복 속 종근당, 대웅제약, 바이오오케스트라 등 다수의 기업들의 기술이전 성과 역시 확인됐다. 마지막으로 2023 년 하반기를 뜨겁게 달궜던 유한양행/오스코텍의 레이저티닙 병용 임상 3 상 성과와 한울바이오파마의 IMVT-1402 임상 1 상 결과 발표 등 결과 여부를 떠나 국내 기업들의 주요 파이프라인들이 글로벌 학회 등을 통해 크게 부각된 바 있다.

업종 지수는 2023 년 하락세 마무리



자료: Bloomberg, SK 증권

국내 제약/바이오 기업들의 주요 기술이전 추이



자료: 한국제약바이오협회, SK 증권 정리 / 주: 2023 년은 10 월 누계 기준

## 2024 년 전망: 불편한 변수는 제거되고 호재들만 반영

### 매크로 악재 저점 확인. 건조할 대형주 속 바이오텍 옥석 가리기 전망

2024 년은 대형주들의 건조한  
주가 속 바이오텍들의 차별화된  
주가 반응 기대

2024 년 제약/바이오 업종은 금리의 peak-out 속 대형주들의 건조한 주가 흐름이  
기대되는 가운데 바이오텍들의 차별화된 주가 반응이 기대된다.

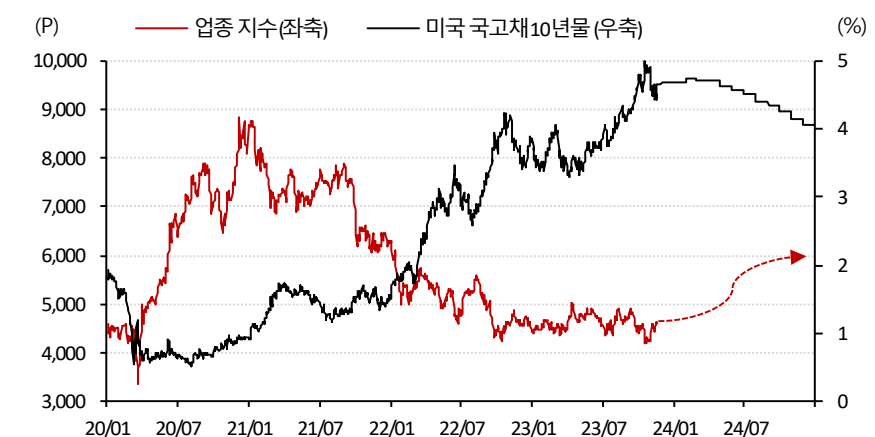
미국 국고채 10 년물 기준 금리의 peak-out 은 현재 컨센서스 기준 2024 년 2 월  
4.74%를 고점으로 추세적 하락이 예상된다. 다만 하락의 속도는 가파르지 않을 전  
망이며, 이에 따라 금리 하락에 따른 제약/바이오 업종을 포함한 성장주들의 주가  
반등은 단순 매크로 악재 해소만으로는 과거 랠리를 펼쳤던 2020년과 같은 구간에  
서의 폭이나 속도를 나타내기는 어려울 전망이다.

금리의 peak-out 은 매크로 측면  
불확실성 확대 가능성  
제한적이라는 점에서 긍정적

그럼에도 불구하고 금리의 peak-out 은 추가적인 매크로 측면에서의 불확실성 확  
대 가능성이 제한적일 것임을 의미한다는 점에서 긍정적이다. 또한 2024 년에는 주  
요 대형주들의 실적 및 수급 모멘텀이 부각될 것으로 기대되는 만큼 업종 지수의 반  
등 가능성은 높다고 판단된다.

대형주들의 우호적 주가 흐름은 중소형주의 대부분을 구성하고 있는 바이오텍 주가  
에도 긍정적일 전망이다. 우선 금리의 peak-out 을 기점으로 파이프라인 가치 역시  
할인을 하락을 바탕으로 회복될 것으로 기대되는 가운데 대형주들의 우호적인 주가  
흐름은 업종 내 수급 유입으로 이어져 실적이 부재해 밸류에이션보다는 수급에 더  
욱 민감하게 움직이는 바이오텍들의 주가 반등으로 이어질 것으로 기대된다.

국내 제약/바이오 업종 지수 및 미국 국고채 10 년물 추이 및 전망



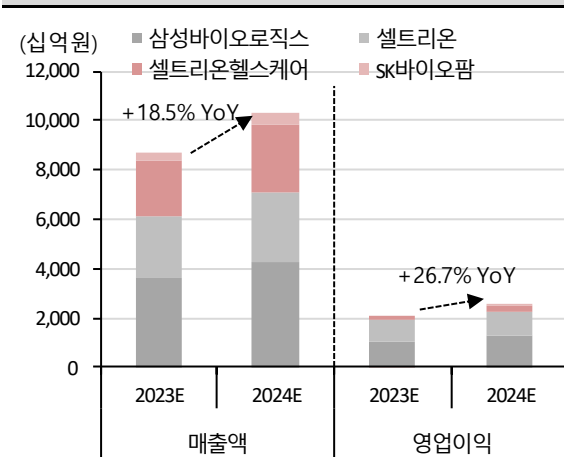
자료: Bloomberg, EconForecasting, SK 증권 추정

대형주 내 바이오, 제약사 모두  
모멘텀 풍부한 2024년

우선 대형주 내에서는 대형 바이오, 대형 제약사 모두 모멘텀이 풍부하다. 1) **대형 바이오**에서는 삼성바이오로직스의 4 공장 가동률 상승에 따른 실적 고성장이 이어질 전망이다. 4 공장 수주 역시 현 수주 속도를 감안 시 이르면 2024년 상반기 중 대부분 마무리될 전망이며, 이는 4 공장에 대한 밸류에이션의 주가 반영으로도 이어질 전망이다. 셀트리온은 셀트리온-셀트리온헬스케어의 합병이 이뤄질 예정이며, 이에 따라 1월 12일 합병법인의 신주 상장 이후 코스피 200 내 수급 유입, 그리고 미국 짐펜트라 출시에 따른 실적 모멘텀이 부각되며 우호적 주가 흐름이 예상된다. SK바이오는 4Q23~1Q24 분기 흑자전환을 기점으로 미국 엑스코프리의 높은 수익성을 바탕으로 영업 레버리지가 본격화될 전망이며, 수익성 개선 속도에 따라 중장기적으로 기대되는 높은 수익성에 대한 주가 선반영이 가능할 전망이다.

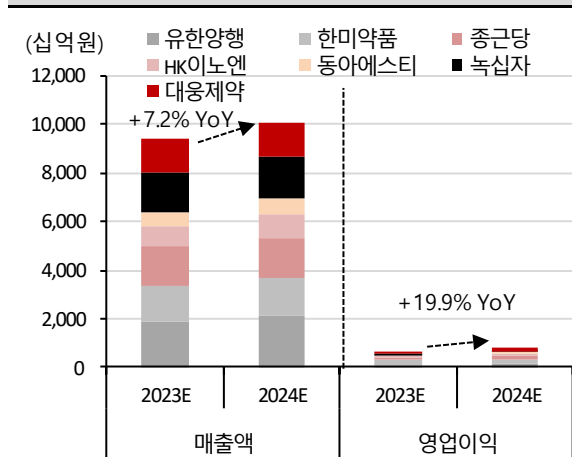
2) **대형 제약사** 역시 2024년 주목할 필요가 있다. 유한양행은 비록 최근 ESMO에서의 임상 결과 발표 이후 임상 데이터에 대한 투자자들의 실망감으로 주가가 급락했으나 이 과정에서 국내 렉라자 1차 치료제에 대한 가치는 상대적으로 더욱 높아졌다. 이르면 연내 국내 렉라자 1차 치료제 급여 적용 여부가 확인될 전망으로 해당 성과를 바탕으로 2024년부터 본격적으로 실적 기여가 이뤄질 수 있다는 점 감안 시 주가의 반등 가능성은 높다. 종근당은 최근 노바티스와의 대규모 기술이전 성과를 바탕으로 그간 높은 할인율을 적용 받았던 Target Multiple의 해소가 가능해졌다. 또한 보수적으로 HK 이노엔과의 케이캡 국내 공동판매계약 종료를 감안하더라도 그 외 주요 품목들의 견조한 성장을 바탕으로 여전히 영업가치에서의 상승 여력은 풍부하다는 점에서 주가 상승은 이어질 전망이다. 그 외에도 HK 이노엔의 2024년 국내 케이캡 수수료를 개선 및 매출 성장 본격화, 중국 케이캡 로열티 반영 확대에 따른 실적 고성장도 긍정적이다.

국내 주요 대형 바이오 2024년 실적 전망



자료: Quantwise, SK증권 추정

국내 주요 대형 제약사 2024년 실적 전망



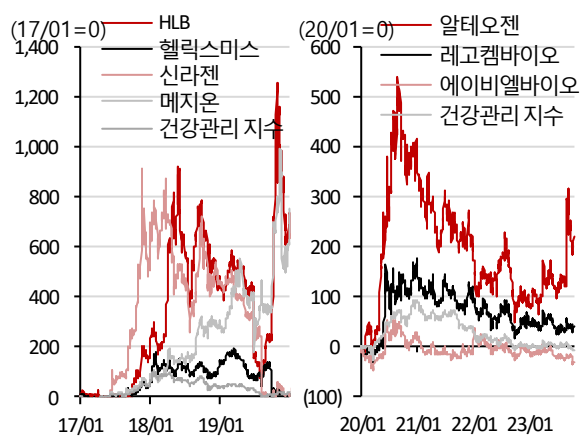
자료: Quantwise, SK증권 추정

바이오텍 내에서는 기술이전  
성과를 보유 중이면서, 관련  
파이프라인의 리레이팅 가능성  
높은 기업들에 주목

건조한 대형주들의 모멘텀을 기반으로 업종 내 긍정적 수급 유입이 기대되는 가운데 바이오텍들의 주가 반등의 속도는 기업별로 상이할 전망이다. 여전히 금리의 peak-out 일 뿐 급격한 하락 가능성은 제한적이기 때문이다. 2024 년 반등의 우선순위의 관점에서 주목해야 할 기업들로는 이미 2023 년 부정적인 시장 환경 속에서도 반등의 가능성을 입증한 바 있는 1) 기술이전 성과를 통해 기술력을 간접적으로 검증받은 기업들 중, 2) 해당 기술이전 파이프라인에서의 임상 성과 발표를 바탕으로 파이프라인 가치의 재평가가 이뤄질 수 있는 기업들이 될 전망이다.

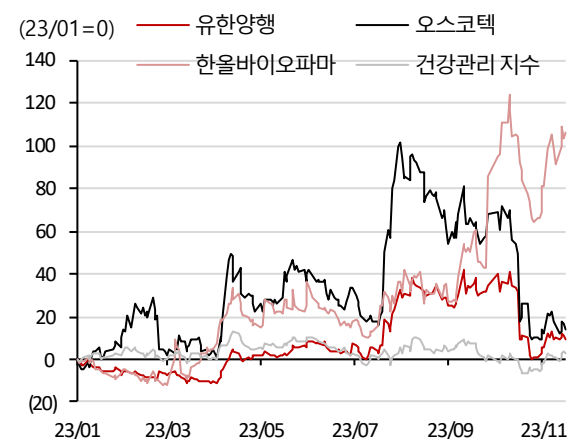
해당 조건의 기업들을 제시한 이유는, 앞선 업종 지수의 랠리 구간에서 반등을 주도했던 바이오텍들의 현 시점에서의 투자자들의 실망감을 해소할 수 있는 기업들이기 때문이다. 과거 2017~2018년 업종 지수의 랠리 구간에서는 자체 임상 3상을 진행 중 이었던 기업들의 주가 반등이 돋보였으며, 2020년 랠리 구간에서는 자체 임상에 대한 시장의 실망감 속 임상의 리스크를 최소화하면서 기술이전 모멘텀은 풍부한 플랫폼 기반의 바이오텍들의 반등이 눈에 띄었다. 하지만 이 역시 플랫폼 기술이전의 특성상 기술이전 이후 임상 진입, 개발 성과 확인까지 최소 3~5 년이 소요된다는 점에서 투자자들의 실망감으로 뒤바뀐 바 있다. 하지만 앞서 언급한 '기술이전 성과를 기반으로 해당 파이프라인들의 임상 성과 확인이 기대되는 기업들'은 2023 년 불확실한 시장 환경 속에서도 업종 지수를 크게 아웃퍼폼하는 성과를 기록했으며, 한울바이오팜의 IMVT-1402 임상 성과를 기반으로 한 주가 강세, 유한양행/오스코텍의 레이저티닙 병용 임상 3 상 결과의 기대감을 기반으로 한 주가 상승이 대표적이다. 해당 기업군은 기술이전 성과를 통해 기술력에 대한 간접적인 검증을 거쳤다는 점에서 상대적으로 불확실성이 낮고, 임상 성과 발표를 기반으로 파이프라인 가치의 리레이팅이 이뤄질 수 있다는 점에서 주목을 지속적으로 받을 공산이 크다.

2017~2018 년, 2020 년 주요 바이오텍 주가 추이



자료: Quantwise, SK 증권

연초 이후 한울바이오, 유한양행, 오스코텍 주가 추이



자료: Quantwise, SK 증권

국내외 투자 회복 조짐 주목.  
글로벌 트렌드로 자리매김한  
ADC, CGT, 대사질환 등 관련 기술  
보유 기업들에도 주목

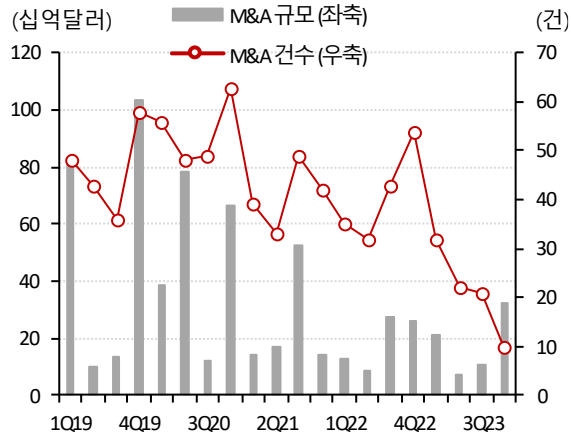
또한 금리 상승기에서 급감했던 제약/바이오 업종에 대한 국내외 투자 위축 및 기술 이전 건수 감소를 지나 2023 년을 기점으로 회복세가 포착되고 있는 가운데 국내 기업들 역시 하반기 갈수록 기술이전 성과 확인이 이뤄지고 있다. 이는 최근까지도 글로벌 제약/바이오 업종 내 트렌드로 자리잡고 있는 ADC(항체-약물 복합체), CGT(세포-유전자 치료제), 대사질환(비만, 당뇨 등) 치료제 등 관련 기업들에게 더욱 우호적으로 작용할 전망이다. 이와 관련한 기술 및 파이프라인을 보유한 기업들의 수혜도 2024 년 이후로는 본격화될 전망이다.

2023 년 국내 제약/바이오 기업 기술이전 현황

| 일자  | 기업명                            | 계약 상대방                                   | 품목                                                          | 적응증                                   | 계약규모<br>(백만달러)           | 비고                               |
|-----|--------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------|----------------------------------|
| 1월  | 이수앱지스<br>진코어<br>HK 이노엔<br>대웅제약 | R-Pharm<br>비공개<br>Eurofarma<br>CS Pharma | ISU106(옵디보 BS)<br>TaRGET(유전자가위 기술)<br>테고프라잔(케이캡)<br>베르시포로신  | 면역항암제<br>유전자 치료제<br>위식도역류질환<br>섬유증질환  | 비공개<br>350<br>비공개<br>336 | 브라질 판권                           |
| 2월  | 큐리언트                           | TB Alliance                              | 텔라세벡                                                        | 다제내성결핵 치료제                            | 비공개                      | PRV 권리 별도                        |
| 3월  | 바이오오케스트라<br>온코네티라퓨틱스<br>차바이오텍  | 비공개<br>Livzon<br>Astellas                | BDDS(뇌 표적 고분자 기반<br>약물전달체 기술)<br>자스타프라잔<br>망막색소상피세포 및 할구 기술 | 퇴행성 뇌질환<br>위식도역류질환<br>황반변성 등          | 861<br>127.5<br>32       |                                  |
| 4월  | 대웅제약<br>카이노스메드                 | Vitali Bio<br>Jiangsu Aidea              | BWP213388<br>KM-023                                         | 자가면역질환 치료제<br>에이즈 치료제                 | 477<br>로열티 수령            |                                  |
| 5월  | 아뮤노포지                          | 비공개                                      | 비공개                                                         | 비공개                                   | 비공개                      |                                  |
| 7월  | 셀로람                            | Genfit                                   | CLM-022                                                     | 염증복합체 억제제                             | 160                      | 백만유로                             |
| 8월  | SK 바이오팜<br>삼천당제약<br>유바이오로직스    | Hikma<br>Apotex<br>LLC Nanolek           | 세노바메이트<br>SCD411(아일리아 BS)<br>EuMCV4 주                       | 뇌전증 치료제<br>황반변성 치료제<br>수막수균 단백질 접합 백신 | 23<br>15<br>10           | MENA 판권<br>캐나다 판권<br>러시아, CIS 판권 |
| 10월 | 자아이노베이션<br>종근당<br>오름테라퓨틱스      | Maruho<br>Novartis<br>BMS                | GI-301<br>CKD-510<br>ORM-6151(ADC)                          | 알레르기 치료제<br>HDAC6 저해제<br>골수이형성증후군 치료제 | 221<br>1,305<br>180      | 일본 판권                            |

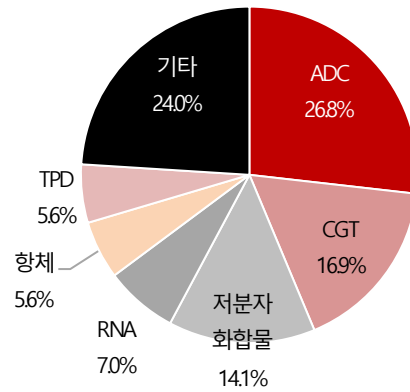
자료: 언론 보도, SK 증권 정리

글로벌 제약/바이오 M&amp;A 추이



자료: 산업 자료, SK 증권

국내 제약/바이오 CEO 들이 선정한 유망 기술



자료: 언론 보도, SK 증권

**대형 바이오 Top Pick**

: SK 바이오팜, 삼성바이오로직스

**바이오텍 Top pick**

: 에이프릴바이오

**의료기기/용품 Top pick**

: 휴메딕스 제시

종합하자면, 2024 년 긍정적인 것으로 기대되는 대형주들의 실적 및 수급 모멘텀은 부정적이었던 매크로 환경의 peak-out 과 맞물려 업종 지수의 반등을 이끌어낼 전망이다. 이 과정에서 업종 내 긍정적 수급 유입이 기대되며, 이는 대형주뿐만 아니라 중소형주, 특히 바이오텍들의 주가에도 긍정적인 것으로 기대된다. 다만 과거와 같은 급격한 랠리보다는 2023 년 저점 확인을 거쳐 추세적 반등이 기대되는 만큼 바이오텍 내에서도 차별화된 주가 움직임이 예상된다. 바이오텍 내에서는 기술이전 성과를 기반으로 임상 파이프라인에서의 데이터 발표를 기점으로 파이프라인 가치 재평가가 기대되는 기업들에 주목할 필요가 있으며, 또한 글로벌 제약/바이오 투자 환경 개선 속 기술이전 가능성이 높은 트렌디한 기술을 보유 중인 기업들의 반등이 우선적으로 나타날 전망이다.

이와 관련해 대형 바이오 Top pick 으로는 SK 바이오팜과 삼성바이오로직스를 제시하며, 대형 제약사에서는 유한양행과 종근당을 관심종목으로, 바이오텍에서는 에이프릴바이오텍을 Top pick 으로, 한울바이오파마와 레고캠바이오텍을 관심종목으로 제시한다. 그 외 에스테틱 및 의료기기/용품 기업들 내에서는 휴메딕스를 Top pick 으로, 메디톡스를 관심종목으로 제시한다.

## Top Pick: SK 바이오팜

### 진짜 실력을 보여줄 시간. 미국 엑스코프리 처방 속도에 주목

2024년 실적은 계약금 수익 없이  
첫 영업흑자 전환의 해가 될 것

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4,973억원(+50.0% YoY, 이하 YoY 생략), 764억원(흑자전환, OPM 15.4%)으로 추정한다. 기술이전에 따른 계약금 수령으로 흑자전환을 기록한 기간을 제외하고 순수 제품 매출을 기반으로 연간 영업이익자를 기록하는 첫 해가 될 전망이다. 이르면 4Q23, 늦어도 1Q24 영업흑자 전환을 시작으로 미국 엑스코프리 매출 확대와 함께 영업 레버리지는 본격화될 전망이다. 미국 엑스코프리 매출총이익률은 약 90%대 중반 수준으로 추정되는 만큼 미국 엑스코프리 매출 고성장은 가파른 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 한편 2023년을 기점으로 확인된 비용 효율화 역시 미국 엑스코프리 매출 고성장과 함께 수익성 개선을 견인하고 있으며, 이는 2024년에도 지속될 것으로 기대되는 만큼 향후 미국 엑스코프리 처방 추이에 따라 기존 추정 대비 수익성 개선의 속도는 더욱 가속화될 전망이다.

미국 엑스코프리는 2023년  
기점으로 가파른 성장세 확인.  
높은 수익성 바탕으로 수익성  
개선 속도도 가속화될 것

미국 엑스코프리 처방은 코로나 19 팬데믹을 거쳐 공격적인 영업활동을 기반으로 2023년 이후 처방 규모의 기울기는 선형에서 'J-curve'의 양상을 나타내고 있다. 선순환의 기반이 될 신규 처방 역시 2023년 이후 지속적으로 우상향 중인 만큼 2024년 처방 속도는 2023년 대비 더욱 빨라질 가능성이 높다.

한편 이르면 2024년, 늦어도 2025년에는 현재 실적의 핵심인 엑스코프리와의 시너지가 나타날 수 있는 신규 상업화 단계, 또는 상업화가 임박한 품목 도입 성과 확인도 기대된다. 물론 엑스코프리의 높은 수익성을 바탕으로 향후 50%대 이상의 영업이익률 달성까지도 기대되는 것은 분명하나, 기 구축된 미국 내 직판망을 함께 활용해 시너지를 낼 수 있는 신규 품목의 확보는 더욱 수익성을 높여줄 수 있다는 점에서 관련 성과는 단기뿐만 아니라 중장기 실적 모멘텀을 극대화시킬 전망이다.

#### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2020   | 2021 | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|--------|------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 26     | 419  | 246    | 332   | 497   | 677   |
| 영업이익      | 십억원 | -239   | 95   | -131   | -54   | 76    | 226   |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -247   | 65   | -139   | -43   | 59    | 171   |
| EPS       | 원   | -3,159 | 828  | -1,780 | -552  | 750   | 2,177 |
| ROE       | %   | -135.2 | 15.8 | -36.7  | -14.6 | 19.4  | 40.9  |

### Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도