



비만의 선택, 약물 전달 플랫폼

약물 전달 플랫폼을 가치는 끝을 모르고 오르고 있다. 빅파마는 본인들 구축한 성을 더욱 공고히 하고 싶다. 특히 만료와 약가 인하 등으로 빅파마들의 성이 조금씩 허물어지는 가운데 약물 전달 플랫폼은 그들에게 신속하게 성벽을 보강해준다. 여기에 또 하나의 거대한 흐름이 찾아오니, 비만시장의 끝없는 성장 속에서 비만 시장을 차지하고 싶은 빅파마들의 부름을 받는 약물전달 플랫폼은 무엇일지 알아보자.

비만치료제 시장의 Phase2

비만치료제 시장의 룰이 바뀌었다. 시장은 더 이상 살을 많이 빼주는 약을 원하지 않는다. 지금 필요한 건 장기주사제형이다. 장기주사제형 시장의 선점은 레거시 기업들에게는 지켜야 할 숙명이요, 후발주자 기업들에게는 새롭게 펼쳐진 기회이다. 장기주사제형을 원하는 기업들, 동사를 선택할 유인이 분명하지 않은가?

미립구, 장기 주사제의 돌파구

전방은 결국 미립구를 선택할 수밖에 없다. 항체 기반 제형은 혈중 농도 급등을 막지 못하고, 긴 반감기 물질도 초기 과다 방출을 피하지 못한다. 결국 고용량 물질을 월 1회 안정적으로 투여하기 위해선, 정교한 방출 제어가 가능한 미립구형 외엔 대안이 없다. 동사는 자체 플랫폼을 통해 PK 안정성과 품질 재현성, 그리고 상업화에 필수적인 대량생산 체계까지 갖춘 유일한 파트너로 부각된다. 나아가, 기존 1개월 제형을 넘어 3개월 지속형 제형 개발까지 선두를 보이며, 글로벌 빅파마의 전략적 니즈에 가장 근접한 기업으로 자리매김하고 있다. 안정성, 경제성, 확장성이라는 세 마리 토끼를 모두 잡아야만 하는 지금, 전방의 선택지는 오직 하나다.

Valuation - DCF Method

DCF Method를 이용해 Base Case 1 기준 목표주가 319,800원, 상승여력 472%로 투자 의견 Buy를 제시한다. Bull Case 및 Base Case 1에서는 노보 노디스크와 동사가 독점계약을 맺고 글로벌 비만 시장을 장기주사제형으로 함께 침투하는 상방을, Base Case 2에서는 이외의 후발주자와 함께하더라도 폭발적인 비만 시장이 받쳐주는 하방을 그리며, 향후 동사의 원대한 꿈을 보여준다.

포괄손익계산서 - Bull Case	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,595,460	2,029,363	2,445,497	2,530,784	2,762,351	2,997,609
YoY(%)	207.6%	3.9%	-	40.8%	17890.2%	-87.9%	3.0%	7.7%	1682.1%	29.3%	27.2%	20.3%	3.3%	8.2%	8.5%
매출원가	424	579	103	453	672	735	989	8294	216,789	316,927	423,965	533,304	594,432	662,440	729,042
매출총이익	306	190	58	428	193,803	61,702	63,302	60,289	1,016,818	1,278,533	1,605,398	1,911,573	1,936,351	2,099,902	2,268,567
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	39.6%	99.7%	98.8%	98.5%	87.1%	82.4%	80.1%	79.1%	78.2%	78.5%	76.0%	75.7%
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	11,123	12,572	13,380	16,470	125,406	167,628	209,676	248,736	253,600	279,516	306,157
영업이익	(13,144)	(10,764)	(5,618)	(10,008)	182,680	49,130	49,922	43,820	891,412	1,110,905	1,395,723	1,662,837	1,682,751	1,820,386	1,962,409
OPM(%)	-1776.7%	-1399.8%	-3483.1%	-925.8%	93.9%	78.7%	77.7%	63.3%	72.3%	69.3%	68.8%	68.0%	66.9%	65.9%	65.3%
금융수익	3,715	486	313	409	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
금융비용	1,192	72,936	447	884	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874
기타수익	144	20	4	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
기타비용	8	60	2	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
법인세차감전순이익	(10,486)	(83,255)	(5,750)	(10,496)	181,986	48,436	49,228	43,126	890,718	1,110,211	1,395,029	1,662,143	1,682,057	1,819,692	1,961,715
법인세비용(주석)	-	-	-	-	41,577	10,727	10,910	9,900	224,788	282,734	357,926	428,444	433,701	470,037	507,531
당기순이익	(10,486)	(83,255)	(5,750)	(10,496)	140,409	37,709	38,319	33,226	665,931	827,477	1,037,103	1,233,699	1,248,356	1,349,655	1,454,185
당기순이익	-1417.4%	-10827.3%	-3564.9%	-970.9%	72.2%	90.4%	99.6%	48.6%	54.0%	51.9%	51.1%	50.4%	49.3%	48.9%	48.5%

Rating

Buy

현재주가: 55,696 원

Bull Case : 381,500 원

상승여력 : 585 %

Base Case 1 : 319,800 원

상승여력 : 472 %

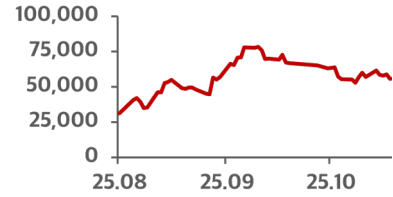
Base Case 2 : 170,400 원

상승여력 : 207 %

3M 추가추이

시가총액 9,587 억 원

(원)



Key Metrics (36E)

매출액	29,976 억 원
OPM	65.5%
NPM	48.5%

Key Metrics

자산 총계	192 억
부채 총계	97 억
자본 총계	95 억

주요 주주

이희용 외 25인 20.54%

SMIC 2 팀

- 팀장 51기 임승범
- 팀원 51기 김동혁
- 51기 박민성
- 52기 김규민
- 52기 한정아

CONTENT

1. 비만의 선택, 약물 전달 플랫폼 - 산업분석	3
2. InnoLAMP로 램프업 - 기업분석	6
3. 비만치료제 시장의 Phase2 - 투자포인트 1	8
4. 미립구, 장기 주사제의 돌파구 - 투자포인트 2	14
5. 또다른 질병, 치매 치료 플랫폼까지 - Plus α	19
6. 매출추정	20
7. Valuation - DCF Method	24
Appendix	29

1. 비만의 선택, 약물 전달 플랫폼 - 산업분석

바이오 산업 내 약물전달 플랫폼의 전성시대가 찾아왔다. 폭발적인 성장세를 보이는 비만시장에 뛰어들지 않을 빅파마는 없다. 미국 내 약가 인하 압력이 거세지는 가운데 비만 시장이라는 새로운 기회 속 빅파마의 선택을 받을 약물전달 플랫폼 기업은 어떤 기업일지 상상해보자.

1.1. 약물 전달 플랫폼 전성시대

약물 전달 플랫폼
시대의 도래

약물 전달 플랫폼의 시대가 도래했다. 약물 전달 플랫폼이란 약물을 원하는 부위에 효과적으로 전달하고 방출하기 위한 기술 시스템을 뜻한다. 이는 1)이미 개발된 블록버스터 약물의 매출 방어, 2)고성장 예상 적응증 및 모달리티 내 유의한 파이프라인 도입이 중요한 빅파마의 니즈를 충족시켰다. 실제 혈뇌장벽(BBB) 전달 플랫폼을 보유한 ABL바이오는 22년 사노피와 파킨슨병 치료제 ABL301을 1.3조 규모에 기술이전 했으며, 24년 피하주사(SC) 전달 플랫폼사 알테오젠의 머크와의 로열티가 포함된 1.4조의 기술이전 등, 약물전달 플랫폼에 대한 수요가 끊이질 않고 있다.

특허만료 + IRA →
약물 전달 플랫폼
중요성↑

블록버스터 의약품의 특허 만료와 IRA에 따른 약가 인하 압력은 약물전달 플랫폼의 가치를 더욱 높이고 있다. 빅파마들은 오리지널 특허 만료 후 바이오시밀러 진입으로 인한 급격한 매출 감소에 대응해야 한다. 실제 22년 기준, 바이오시밀러 출시 첫 해 대비 허셉틴 매출은 68% 감소했다. IRA 시행으로 특허가 남은 블록버스터조차 약가 인하 또한 시행된다. 협상대상은 ①화학의약품 승인 9년·바이오의약품 13년 경과 ② 메디케어 지출 상위 약물 ③ 제너릭·시밀러 미출시 약물이다. 26년 1차 협상에서 릴리의 Jardiance는 38% 인하되는 등 평균 50% 수준의 할인율이 적용된 바, 이에 빅파마들은 약물전달 플랫폼을 활용한 가격 인하 리스크 대응이 촉구되고 있다.

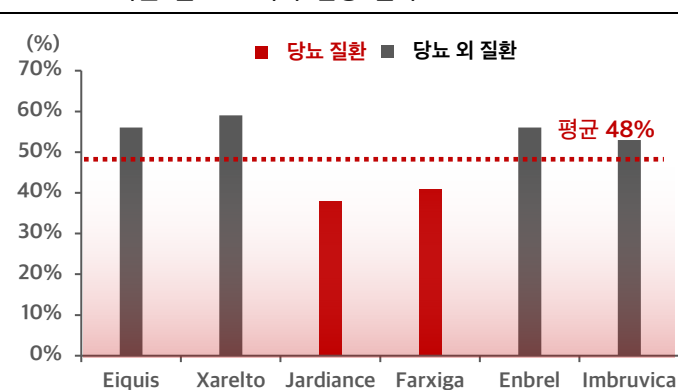
비임상 임상 절차 단축
되는 개량신약
→신속한 특허 장벽
구축 가능

약물전달 플랫폼을 활용한 제형 변경은 개량신약으로 인정돼 신속히 특허 장벽을 구축할 수 있다는 점에서 주목된다. 개량신약은 신약처럼 완전 신규 물질이 아닌, 기존 약물의 효능·안정성·투여 편의성을 개선한 형태로 비임상·임상 절차가 단축돼 특허 심사와 등록이 빠르다. 이에 특허 만료로 인한 매출하락 방어를 위한 수단으로 활용되며, 실제 안센은 29년 만료 예정인 다잘렉스에 할로자임의 SC 플랫폼 'Enhance'를 적용해 35년까지 신규특허를 확보하며 장벽을 구축했다.

오래 머무르고 천천히
방출
→ 비만에 안성맞춤

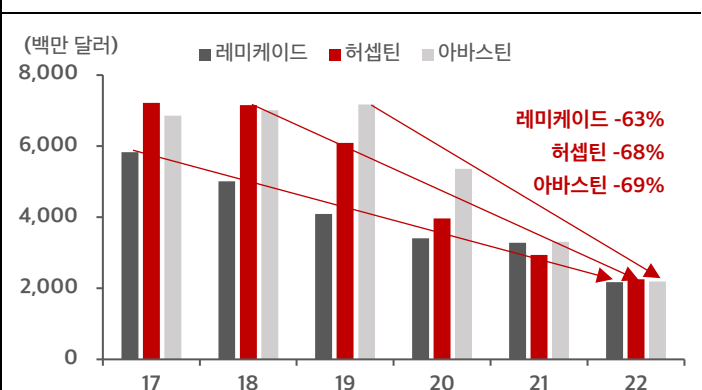
빅파마들의 시선은 '오래 머무르고 천천히 방출'하는 약물전달 플랫폼에 향하고 있다. 기존 항체 의약품 대비 지속성이 낮은 펩타이드 제형의 한계를 보완하는 플랫폼 기술이 부각되며 새로운 시대가 열리고 있다. 특히 펩타이드 기반 비만 치료제가 글로벌 블록버스터로 부상하며, 장기지속형 기술 확보 경쟁으로 인해 비만은 약물전달 플랫폼 내 새로운 성장 축으로 자리잡고 있다.

도표 1-1. 약품 별 IRA 약가 협상 결과



출처: CMS, SMIC 2팀

도표 1-2. 바이오시밀러 출시 이후 매출 감소 추이



출처: Evaluate Pharma, SMIC 2팀

1.2. 꺾이지 않을 메가트렌드, 비만

적응증별 시장규모 2위 = 비만시장
비만시장의 성장세가 멈출 줄 모른다. The Lancet에 따르면 21년 전세계 비만 유병률은 90년 대비 남성 155.1%, 여성 104.9% 증가했으며, 현 추세가 지속되면 50년엔 전 인구의 절반이 과체중·비만일 것으로 전망된다. 비만인구 증가와 더불어 만성질환으로 인식되면서 약물치료 필요성이 확대됐고, 이에 24년 글로벌 적응증별 시장 규모에서 자가면역질환을 제치며 2위로 올라섰다.

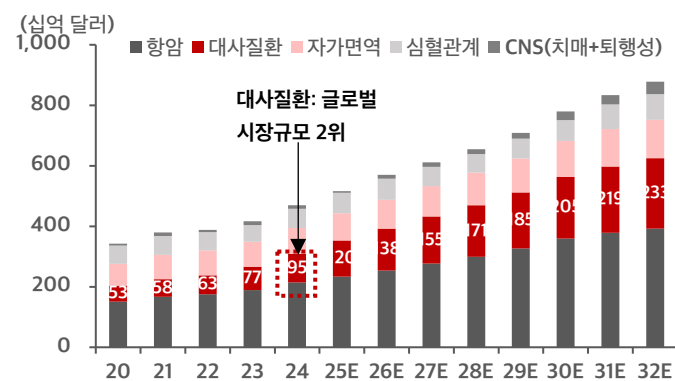
신의 약물, GLP-1
신의 약물, GLP-1의 등장은 비만치료제의 폭발적 성장을 견인했다. 과거 비만치료제는 이상반응으로 사용이 제한됐으나, 09년 부작용을 줄인 GLP-1 타깃 신약 삭센다의 등장은 비만시장의 개화를 알렸다. 21년 비만치료제 시장은 당뇨 적응증 확대를 통해 또 한번 퀀텀점프를 이뤘다. 오젠펙·위고비는 20~24년 연평균 60%의 성장을 이뤘으며 이어 등장한 GLP-1/GIP이중타깃 터제파타이드(젯바운드) 계열 비만치료제의 24년 총매출은 165억달러로 대형 블록버스터가 탄생했다.

MASH·알츠하이머 적응증 확대
비만치료제의 MASH·알츠하이머로의 적응증 확대를 통한 TAM 확대가 이뤄지고 있다. 비만시장의 70%를 차지하는 미국은 GLP-1 계열 치료제에 단순 체중감량 목적의 보험급여를 적용하지 않기에, 급여화 조건을 만족하는 동반질환 적응증 확보가 핵심이다. 24년 노보노디스크는 위고비로 GLP-1 계열 중 최초로 MASH 치료제 FDA 승인을 받았다. 출시 1년차인 첫번째 치료제, Rezdiftra는 처방률이 7%임에도 올해 약 8억달러 매출이 예상된다. MASH환자 중 80%가 비만환자인 만큼 엄청난 잠재시장임을 알 수 있다. 또한 노보노디스크는 경구 세마글루타이드의 알츠하이머 올해 말 임상 3상 결과를 발표하는 바, 알츠하이머 시장으로의 진입 또한 기대된다.

단일 → 이중 → 삼중 작용제로 확장 & 음식섭취 억제 대신 근육량 증가 기전활용
비만치료제는 단일 타깃에서 벗어나 다중 및 신규 타깃을 향한 차세대 체중감량 연구로 진화하고 있다. 빅파마들은 GLP-1 외 체중감소 효과를 보이는 Amylin·GCG·GIP 등을 병용하거나 단일 타깃으로 활용해 감소효율을 높이는 파이프라인을 구축 중이다. 릴리는 GLP/GIP/GCG 삼중 작용제 레타트루타이드의 3상 결과를 연말~내년 초 공개할 예정이며, 음식 섭취 억제 대신 근육량 증가와 대사 활성화를 통한 새로운 기전인 ACTR2 타깃 비마그루마에 대한 임상 2상도 마쳤다.

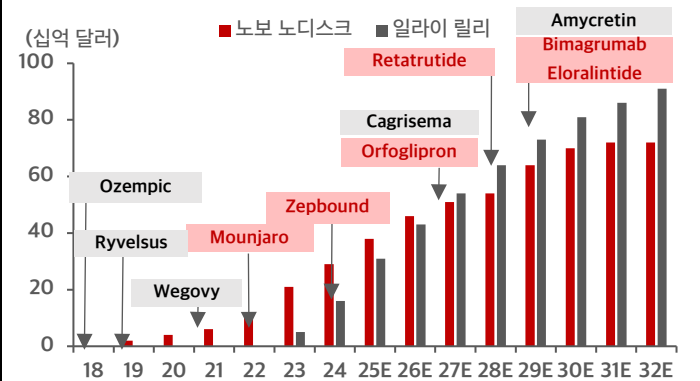
New 트렌드 → 편의성 개선
 ① 경구제
 ② 장기지속형 주사제
약효만으로는 M/S확대가 어려워짐에 따라 편의성 개선이 경쟁력 확보를 위한 핵심 트렌드로 자리잡고 있다. 압도적 체중 감소율을 보여준 터제파타이드는 임상 3상 72주차에 20.9%라는 높은 감소율을 자랑했다. 최근 노보노디스크의 이중작용제 CagriSema 역시 68주차에 22.7%라는 높은 감소율을 보였으나 시장기대치인 25%에 미달하며 주가가 급락했다. 즉, 체중 감소율 개선이 한계에 도달하자 초점은 얼마나 더 편리한가로 이동하게 되었다. 이에 투약 편의성이라는 새로운 트렌드를 만족시켜 줄 경구제와 장기지속형 주사제에 대한 기술개발이 집중되고 있다.

도표 1-3. 글로벌 적응증별 시장규모



출처: Cortellis, SMIC 2팀

도표 1-4. 노보 노디스크 일라이 릴리 비만 신약 매출 전망



출처: Cortellis, SMIC 2팀

1.3. 확실한 미래, 장기 지속형 주사제

내년부터 주목받을
경구제의 성장

경구제는 내년 또한번의 성장 모멘텀을 맞이할 예정이다. 내년 릴리의 올포글리프론 출시와 함께 경구제의 고성장이 예상된다. 현재 개발 중인 비만 치료용 경구제는 모두 1일 1회 복용해야 한다. 따라서 경구제를 '체중 감량'의 측면에서 보면 주 1회 주사제인 터제파타이드 대비 복용 편의성의 한계를 상쇄할 만큼의 체중감소율과 내약성을 가져야 하지만 그렇지 못하다. 다만, 비만과 연관성이 높은 당뇨·고혈압·고지혈증 등 대사질환 치료제가 모두 1일 1회 투약 구조인 만큼, 이들과의 병용과 함께 체중감량이 제1 목적이 아닌 환자군을 중심으로 성장할 것으로 보인다.

체중감량 목적 하 견조
할 장기지속형 주사제

장기지속형 주사제는 비만치료의 근본 목적인 체중감량에 대한 견조한 수요로 성장 할 것이다. 올포글리프론의 체중감소율이 11.5% 수준인 반면, 주사제는 20~25%에 달한다. 체중감량 기준을 10%로 두고 비교 시, 임상 최대용량 기준 터제파타이드의 감량 속도가 가장 빠르며 올포글리프론은 약 25주차 이후 감량이 정체되는 반면 터제파타이드는 이후에도 꾸준한 감소세를 보인다. 나아가 1개월 제형의 등장 시 체중감량 의지가 높은 환자들의 선호도를 높일 것으로 예상된다.

펩타이드 API 상용화
→ 미립구 방식이 유일

펩타이드 장기지속형 주사제를 제조하는 기전은 크게 화학적·비화학적 방식으로 분류된다. 화학적 방식은 펩타이드의 아미노산 서열이나 구조를 직접 변형하여 반감기를 늘리는 방식을 뜻한다. 비화학적 방식은 펩타이드 물질은 그대로 하여 포장해서 전달하는 방식으로 미립구 방식과 임플란트 방식 등이 있다. 이중 펩타이드를 API로 하여 상용화에 성공한 방식은 미립구 형태가 유일하다. 미립구 방식은 생체분해성 고분자(PLGA)로 약물을 봉입하여 10-100 μ m 크기의 미세 구형 입자를 만드는 방식으로, 피하 또는 근육주사시 미립구가 분해되면서 약물이 방출되는 기전이다.

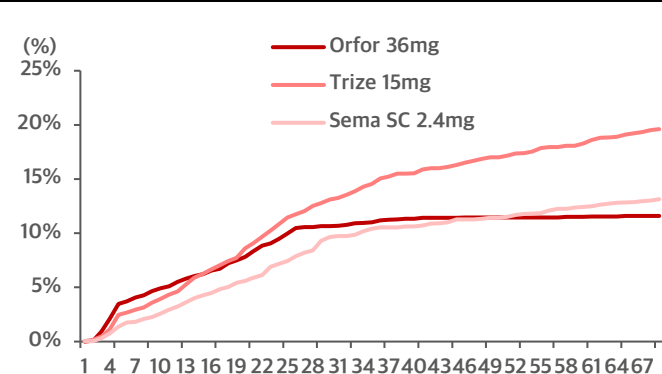
비만치료제 파이프라인
보유한 빅파마
→ 비화학적 방식 장기
지속형 주사제 적합

비화학적 방식의 장기지속형 주사제는 비만치료제 파이프라인을 보유한 빅파마에 적합하다. 화학적 방식이 신약으로 분류돼 전 임상을 다시 거쳐야 하는 반면, 비화학적 방식은 개량신약으로 인정돼 개발기간과 비용부담이 적다. 또한 화학적 방식의 방출속도 조절 한계로 인해 기존 파이프라인을 기반으로한 빠른 특허 확보와 기술력 제고를 원하는 빅파마의 니즈를 충족하기 어렵다.

장기지속형 주사제 중
미립구 방식
→이상적인 PK 구현 가
능

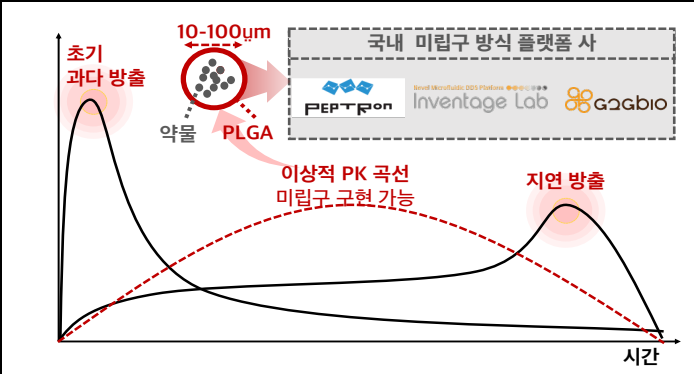
장기지속형 주사제 중 미립구 방식은 이상적인 PK곡선 구현이 가능하다는 점에서 주목받고 있다. PK곡선은 약물 투여 이후 시간에 따른 혈중 농도 변화를 의미한다. 이상적인 PK곡선은 농도가 서서히 상승하고 서서히 감소하는 형태다. 현재 화학적 방식의 경우 ① 초기과다 방출 ② 지연방출 등의 한계를 보인다. 반면 미립구 방식은 약물을 보호물질에 봉입해 서서히 방출시켜 이상적인 PK 곡선 구현이 가능하기에 장기투여에 가장 적합하다. 국내 미립구 제조 플랫폼으로는 분무건조형 방식의 펩트론, 마이크로플루이딕 방식의 인벤티지랩, 막유화법 방식의 동사가 있다.

도표 1-5. 주요 비만치료제 별 주차별 체중감소율



출처: 각 사 임상데이터, SMIC 2팀

도표 1-6. 미립구 방식 PK곡선 및 제조사



출처: SMIC 2팀

2. InnoLAMP로 램프업 - 기업분석

2.1. InnoLAMP, 그 무한한 확장성

장기 지속형 주사제
원천기술을 보유한 동사

빅파마들의 비만시장 선점 레이스에 장기 지속형 주사제라는 부스터를 달아 줄 플랫폼 바이오, 지투지바이오의 등장이다. 동사는 당뇨·비만, 인지장애 등 장기제형 개발을 위해 약효 지속형 미립구 원천 기술을 적용하여 개량신약을 제조하는 기업으로 25년 8월 기술특례를 통해 상장했다.

독보적 원천기술
InnoLAMP

동사의 모든 파이프라인은 독보적 원천기술 InnoLAMP에서 비롯된다. InnoLAMP는 동사의 미립구 제조기술로, 막유화법을 활용한다. 미립구 제조 시 고분자와 약물을 유기용매에 녹인 유기용액을, 미세한 구멍이 7만개 뚫린 멤브레인(기공막)에 압력을 가해 통과시키면, 균일한 크기의 방울이 형성된다. 이후 방울 내 유기용매를 제거해 고분자가 굳어 약물을 감싼 미립구를 추출하며, 멤브레인 구멍 크기 조절만으로 원하는 크기의 미립구를 제조할 수 있어 확장성 또한 확보했다.

연속식
InnoLAMP
→ 대량생산 가능

기술 InnoLAMP만의 기술적 해자, 연속 용매제거 공정은 막유화법을 통해 얻은 균일한 미립구의 대량생산을 가능케 했다. 본 공정은 유기용매를 추출하는 역할을 하는 연속상을 계속 공급하여 초기와 동일한 상태의 연속상을 계속 유지시켜주는 Steady-State 기술의 해자에서 기인한다. 기존 배치식 공정은 연속상을 지속 공급하지 않아 시간에 따라 연속상의 조성이 변해 용매 추출 속도가 바뀐다. 이는 미립구 품질 저하로 이어지며 매회 다시 세팅해야하여 처리 속도가 느리다. 반면 연속공정은 상태가 동일한 연속상을 유지하기에 균일한 품질의 미립구를 대량생산할 수 있다.

주요 파이프라인1:
치매치료제

치매치료제(GB-5001)는 파이프라인 중 가장 먼저 탑라인을 이룰 예정이다. 투약 관리가 어려운 치매 특성상, 일 1회 복용하는 오리지널 Aricept의 장기제형 수요가 동사로 향했다. 동사는 도넛 폐질을 주성분으로 한 1.3개월 제형의 임상 1상을 완료했으며, 해당 성분이 국내외 허가를 받은 약물인 만큼 2상 생략 후 3상 직행이 가능하다. 한국파마·휴메딕스와의 파트너십을 통해 내년 허가용 임상에 진입, 28년 GB-5001A 상용화 추진이후 1,2년 내 본격적인 매출 기여가 예상된다.

주요 파이프라인2:
비만치료제

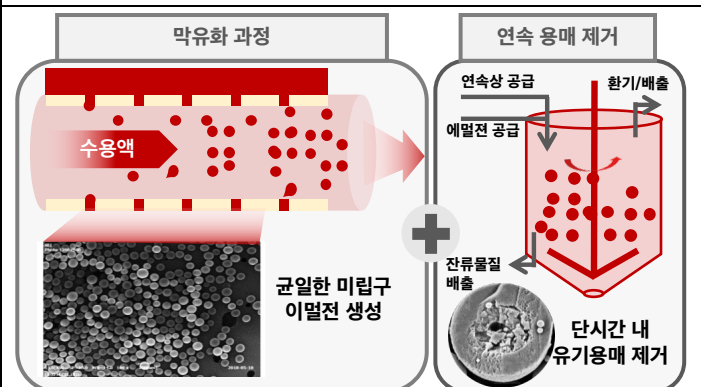
핵심 파이프라인, 비만치료제(GB-700X)에 대한 빅파마들의 구매가 거세다. 비만 치료제 시장 내 1개월 제형개발 열풍 속, 동사는 23년부터 노보노디스크로 추정되는 글로벌 A사와 서마글루타이드 기반 1.3개월 장기제형을 개발 중이다. 특히 동사는 1월 베링거인겔하임과 공동개발계약 후, 7월 1차 협력결과를 기반으로 추가 펩타이드 제형 계약을 체결해 내년 2분기 IND를 앞두고 있다. 이는 InnoLAMP의 범용성과 기술력을 방증한다. 아울러 9월 글로벌 B사와 공동기술개발 계약까지 올해만 총 3개의 기술개발 계약이 체결된 바, 동사의 상방은 계속해서 확장하고 있다.

도표 2-1. 동사 파이프라인

동사 파이프라인							
프로젝트	파이프라인	API/ 오리지널	비임상 /전임상	임상 1상	임상 3상	임상 3상	파트너사
비만 당뇨	GB-7001/3	Semaglutide / Ozempic	→	→	→	→	novo nordisk
공동개발	GB-70XX	파트너사 물질	→	→	→	→	Boehringer Ingelheim, Roche 글로벌 B사
치매	GB-5001A (1개월)	Donepezil / Aricept (경구제)	→	→	→	→	해외 공동개발 파트너십 예정 휴메딕스, 글로벌 C사
CDO/ CDMO	프로젝트		→	→	→	→	글로벌 C사

출처: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

도표 2-2. InnoLAMP 공정 모식도



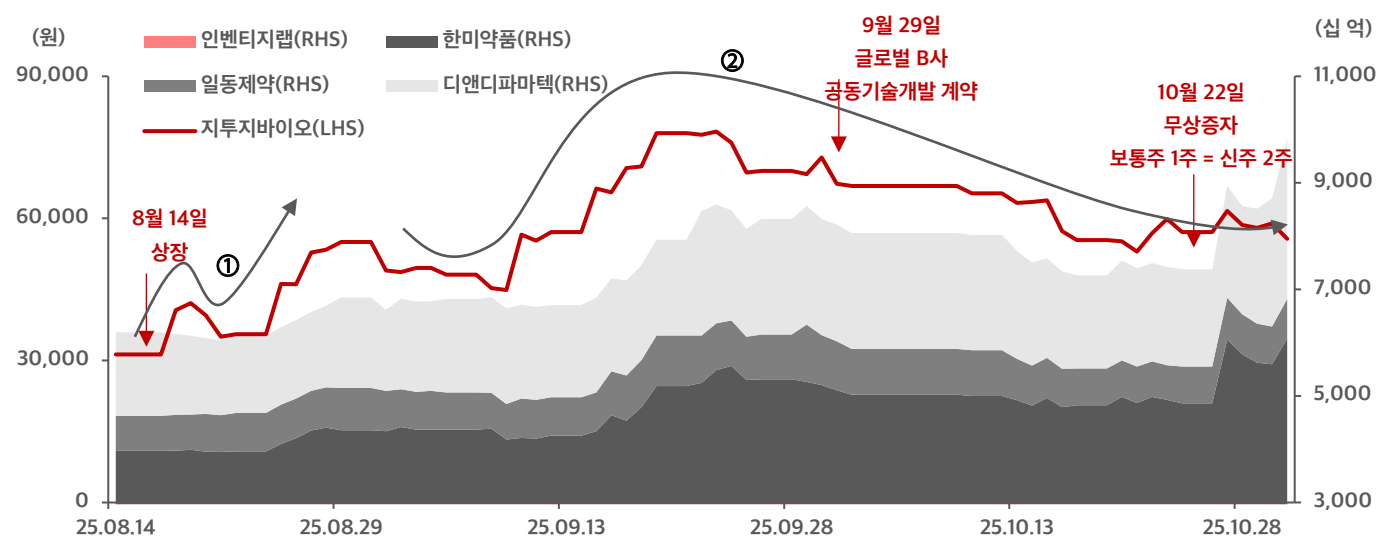
출처: 동사 특허, SMIC 2팀

GMP 기준 만족하는 제2공장 27년 완공 예정
 동사는 기술이전 이후 글로벌 상업화 과정에서 급증할 미립구 수요에 대응하기 위한 생산능력 또한 갖추는 중이다. 현재 임상용 시료 및 초기 상업용 제품을 생산하는 1공장만을 운영 중이나, 대량생산을 위해 420억 원의 공모자금을 활용해 확보한 부지에 제2공장 신축과 제1공장 증축을 병행하고 있다. 제2공장은 27년 완공 후 본격 양산에 돌입할 예정이며, cGMP 수준으로 설계되어 세마글루타이드(GB-7001) 기준 연간 700만 명분만큼 생산이 가능할 전망이다. cGMP는 미국에서 의약품을 판매하거나 허가받기 위해서는 FDA가 정한 생산라인에 대한 표준을 뜻한다.

InnoLAMP 모듈형 구조
 공장 구축이 완료되면, 동사의 독자적 원천기술은 생산능력 확장의 유연성을 한층 높일 것이다. InnoLAMP 플랫폼은 공장 증축만 완료되면 막유화 장치와 연속상 챔버로 구성된 모듈의 설치만으로 추가 공장 증축 없이 CAPA 확장이 가능한 모듈형 구조를 갖춘다. 이에 공장 완공 시 별도의 신규 부지 없이 CAPA확장 가능
 도 수요 증가 시 즉각적인 스케일업이 가능해, 대량생산 체제 전환에 대한 탄력성이 매우 높다.

2.2. 주가분석

도표 2-3. 동사 주가 및 비만치료제 기업 합산 시가총액



출처: Investing.com, SMIC 2팀

비만치료제에 대한 높은 시장의 관심도
 ① **상장 직후 주가추이는 비만치료제에 대한 시장의 뜨거운 관심을 방증한다.** 동사는 상장 첫날 시초가 대비 +61.7% 급등과 함께 등장했다. 동사의 다양한 적응증에 대한 파이프라인 중, 특히 글로벌 제약사와 공동개발중인 펩타이드 기반 장기 지속형 주사제 파이프라인을 중심으로 비만 치료제 시장 성장의 수혜주로 인식하여 상장 이후 2주간 +185% 상승하며 시장을 아웃퍼폼했다.

이벤트성 주가 변동 有 But, 결국 비만산업과 동행하는 동사의 주가
 ② **상장 초기 급등세 이후, 동사의 주가는 비만치료제 산업과 동행하는 모습을 보이고 있다.** 해당 기간, 여러 단발성 이벤트가 존재했다. 9월 29일 유럽 소재 글로벌 제약사와의 공동개발 계약 공시 직후 주가는 +29.1% 상승했으나 종가기준 +5% 상승에 그쳤으며, 10월 22일 주주가치 제고를 위한 무상증자 발표 당시에도 +23.7% 상승했으나 대부분을 반납하였다. 이처럼 단기 이벤트성 변동은 존재하나, 결국에는 비만치료제 섹터의 움직임과 함께 완만한 추세를 보이고 있다.

주가 흐름에서 확인했듯, 아직 구체적 기술이전이 가시화되지 않은 동사는 비만치료제 산업과 동행하고 있다. 후술할 [투자포인트 1,2]를 통해 동사의 장기 지속형 주사제 플랫폼은 1개월 제형이라는 확실한 미래시장을 선점하기 위해 경쟁하는 글로벌 빅파마들에게 필수적이며, 노보 노디스크를 비롯한 후발 빅파마들과의 기술이전 구체화에 따라 아웃퍼폼할 동사의 주가를 확인하자.

투자포인트 1 - 비만 치료제 시장의 Phase 2

끝없이 성장하는 비만치료제 시장, 비만치료제는 더 이상 선택이 아닌 필수이며, 장기주사제형을 향한 빅파마와 바이오텍들의 전쟁이 시작됐다. 비만치료제계의 레거시 기업인 노보 노디스크부터 후발주자인 베링어인켈하임과 로슈까지, 동사를 찾게될 잠재적 고객사들을 살펴보자

3.1. 왕의 몰락, 노보 노디스크

릴리의 성장과,
노보의 쇠퇴

노보 노디스크는 더 이상 비만 치료제 시장의 선구자가 아니다. 위고비로 비만 치료제 시장을 선점했던 노보 노디스크(이하 노보)는 일라이 릴리(이하 릴리)의 등장과 함께 쇠퇴의 길을 걷기 시작했다. 일라이 릴리가 비만/당뇨 시장에 집중된 22년도 이후 상반된 양 사의 주가 추이는 이를 방증한다. 릴리가 22년 이후 연 평균 39%의 주가 성장률을 보여주며 바이오 기업 시가총액 1위를 차지한 반면, 노보는 연 평균 1.8%의 성장에 그치며 지지부진한 모습을 보여주었다.

릴리의 핵심 무기,
터제파타이드

릴리는 터제파타이드(젠포바운드)를 앞세워 노보의 세마글루타이드(위고비)를 뛰어 넘었다. 단일 작용제(GLP-1)인 세마글루타이드에 비해 이중 작용제(GLP-1/GIP)인 터제파타이드는 약 47% 높은 체중 감소율을 보여주었다. 우수한 감량 효과는 소비자들의 구매 욕구를 불러 일으키기에 충분했고, 결국 2Q25 기준 젠포바운드의 매출액은 처음으로 위고비를 앞지르게 되었다.

실망스러운
노보의 차세대
파이프라인

노보의 차세대 파이프라인, 카그리세마에도 큰 기대를 걸긴 힘든 상황이다. 아밀린 병용 요법을 사용한 카그리세마는 임상 3상에서 68주차에 max 22.7%의 체중 감소를 보여주었다. 터제파타이드를 뛰어넘는 체중 감소율을 보여줬음에도 불구하고, 전술했듯 발표 당일 노보의 주가는 20% 이상 급락했다. 체중 감소율이 시장 기대치인 25%에 미치지 못했기 때문이다.

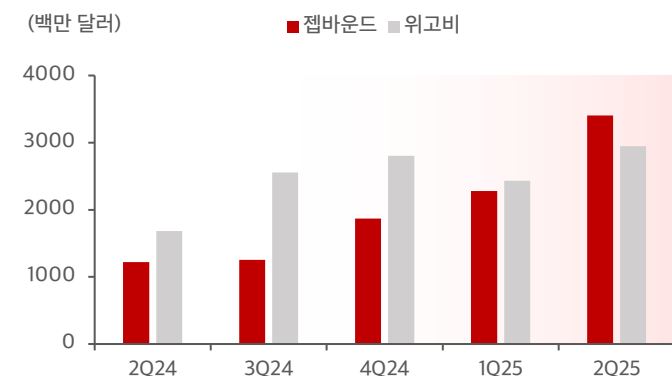
레트라트루타이드,
비만 치료제 끝판왕

반면 릴리는 차세대 파이프라인, 삼중 작용제 레트라트루타이드로 체중 감소율의 정점을 찍었다. 레트라트루타이드는 임상 2상에서 48주차에 무려 max 24.2%의 체중 감소율을 기록하였다. 이는 역대 확인된 체중 감량 약물 중 가장 뛰어난 체중 감소율이다.

노보의 돌파구가 될
장기주사제형

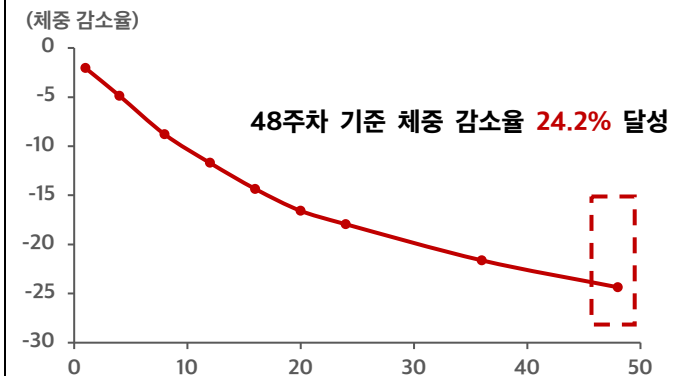
노보는 릴리와의 점유율 싸움에서 승리하기 위해 체중 감소율 외에 다른 돌파구를 찾아야 한다. 현실적으로 삼중작용제를 뛰어넘는 기술을 개발하기는 쉽지 않다. 더군다나 시장은 더 이상 체중 감소율에 높은 가치를 부여하지 않는다. 최대 체중 감소율은 25% 수준이라고 생각하기 때문이다. 노보는 이제 더 편하고, 오래가는 비만치료제인 장기주사형 치료제로 승부해야 한다.

도표 3-1. 위고비, 젠포바운드 매출 추이



출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 3-2. 레트라트루타이드 임상 2상 체중 감소율



출처: 일라이 릴리, SMIC 2팀

3.2. 노보 노디스크의 이종고 - 특허 만료, 약가 인하

노보에게 닥친 시련

① 특허만료

② 약가 협상 정책

노보는 릴리라는 외부의 적뿐 아니라 특허 만료, 약가 협상 정책과도 싸워야 한다. 터제파타이드는 22년 출시되어 특허 만료와 약가 협상 정책으로부터 비교적 자유롭다. 반면 17년 출시된 세마글루타이드의 특허 만료는 임박했으며, IRA 약가 협상 대상 약물의 지정도 피할 수 없다.

26년부터 도래할 특허만료

26년부터 세마글루타이드의 특허는 지역에 따라 순차적으로 만료된다. 우선 인도, 중국, 브라질, 캐나다 등 87개의 국가에서 세마글루타이드의 특허는 만료될 예정인데, 해당 국가들의 비만 인구 총합은 전세계 비만 인구의 1/3가량을 차지한다. 특히 이 중 캐나다와 중국의 세마글루타이드 시장 규모는 각각 10-15억 달러, 5억 달러 수준으로, 매출 측면에서도 결코 무시할 수 없다.

마지노선, 32년

매출의 대부분을 차지하는 미국과 유럽에서도 32년이면 세마글루타이드의 특허가 종료된다. 미국과 유럽 시장의 특허는 미국 외 시장에 비해 비교적 많은 시간이 있다. 그러나 32년 이후 몰아칠 제네릭 의약품에 대비해 적어도 30년부터는 새로운 제형의 의약품 출시해야 안전하다.

특허 만료
→ 약가 인하

특허 만료는 제네릭 의약품의 출시를 의미하며, 제네릭 의약품의 출시는 곧 약가 인하를 의미한다. 현재 상위 20개 제네릭 제약사 중 15개 기업이 세마글루타이드의 제네릭을 개발 중이다. 이 중 개발이 가장 빠른 인도 제네릭사 Dr.Reddy's는 특허 만료 직후 대부분의 특허 만료 국가에서 제네릭 출시 계획을 세우고 있다. 위고비의 가격 인하는 특허 만료와 함께 시작될 예정이다.

세마글루타이드, 협상 테이블로

IRA 약가 협상 또한 세마글루타이드의 약가를 인하하게 된다. 25년 1월 발표된 IRA 2차 약가 협상 대상 15개 성분에는 노보의 세마글루타이드 계열이 포함되어 있다. 이에 세마글루타이드 기반의 위고비, 오젠펙은 25년 협상을 거쳐, 27년부터 협상된 가격에 판매된다.

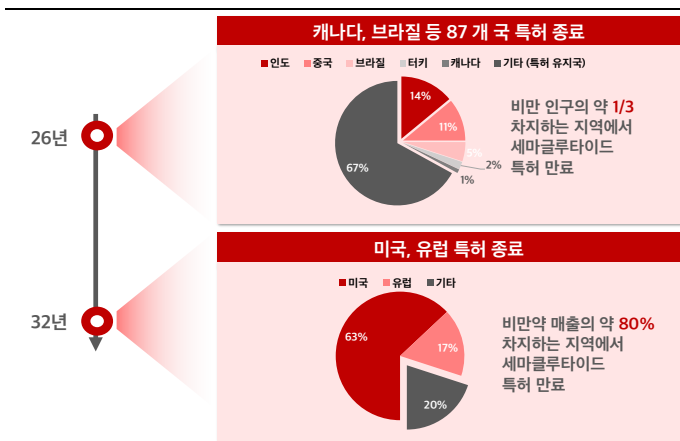
약가 협상
= 약가 인하

IRA 2차 협상은 큰 폭의 약가 인하로 이어질 가능성이 크다. 이는 IRA 1차 약가 협상 결과에 따른 당뇨병 치료제의 약가 인하 수준이 약 40%였음을 통해 짐작할 수 있다. 특히나 미용 품목으로 인식되는 위고비의 경우, 당뇨병 치료제보다 더 큰 약가 인하로 이어질 가능성이 있다.

더욱 절실해진 제형 전환

노보는 특허 만료, 약가 협상 정책으로부터 벗어나기 위해서라도 제형 전환이 필요하다. 제형 전환을 통해 새로운 물질로 인정받는다면 특허 방어가 가능하다. 또한 IRA 가이드라인에 따르면, 제형 전환 시 새로운 계열의 약물로 인정되어 약가 인하 지정으로부터 자유로울 수 있다.

도표 3-3. 세마글루타이드 특허 만료 기한 및 지역



출처: 노보 노디스크, SMIC 2팀

도표 3-4. IRA 2차 약가 협상 대상 품목

제품	성분	제조사	적응증
트라젠타	리나글립틴	베링거 인겔하임	제 2형 당뇨병
자누메트	시타글립틴,메트포르민	MSD	제 2형 당뇨병
자누메트엑스알	시타글립틴,메트포르민	MSD	제 2형 당뇨병
트러리지 엘립타	플루티카손, 유메클리디늄, 빌란테롤	GSK	천식 등 만성 폐쇄성 질환
브레오 엘립타	플루티카손, 빌란테롤	GSK	천식 등 만성 폐쇄성 질환
엑스탄디	엔잘루타마이드	아스텔라스	전립선암
포말리스트	포말리도마이드	BMS	다발성 골수종
입랜스	팔보시클립	화이자	유방암
오메비	네티다닙	베링거 인겔하임	폐성유종
오젠펙	세마글루타이드	노보 노디스크	제 2형 당뇨병
리펠서스	세마글루타이드	노보 노디스크	제 2형 당뇨병
위고비	세마글루타이드	노보 노디스크	비만 및 심혈관
린제스	리나글로타이드	에브비	과민성 대장증후군h
시팍산	리팍시민	알보젠	과민성 대장증후군h
오스테도	듀테트라베나진	테바	헌팅턴병
오스테도엑스알	듀테트라베나진	테바	헌팅턴병
칼퀸스	아칼라브루티닙	아스트라제네카	혈액암
브레일라	카리프라진	에브비	정신질환
오테졸라	아프레밀라스트	암젠	건선

출처: CMS, SMIC 2팀

3.3. 일라이 릴리만이 경쟁자가 아니다: 후발 주자들의 위협

무시할 수 없는
후발 주자들의 추격

비만치료제 시장의 폭발적인 성장을 확인한 다수의 빅파마와 바이오텍 후발주자들도 한달 장기 주사제형과 같은 높은 반감기를 통해 시장 침투를 노리고 있다. 높은 반감기의 선점은 곧 비만 약 시장의 선점을 의미한다. 노보, 릴리 합산 100%에 육박하는 압도적인 두 레거시 업체의 점유율에 가로막혀 있던 후발주자들에게도 반감기 경쟁의 시작은 새로운 기회로 다가온다.

후발 주자들은
차별화된 물질을
개발 중

후발 주자들은 차별화된 물질을 통해 별도의 제형화 없이 임상에서부터 한 달 투여 주기의 비만 치료제를 개발 중이다. 멧세라, 바이킹 테라퓨틱스와 같은 기업은 약물 자체의 긴 반감기를 활용하는 방식으로 개발 중인 반면, 암젠은 약물을 반감기가 긴 물질에 결합시켜 반감기를 연장하는 방식을 사용한다. 이러한 후발주자들은 주로 28년을 전후로 비만약 출시를 계획 중이다.

①멧세라
:MET-097i

멧세라는 장기주사제형 시장의 강력한 후발주자이다. 멧세라는 HALO 플랫폼이라는 독자적 플랫폼을 통해 약물의 반감기를 증대시킨다. 해당 플랫폼을 활용한 멧세라의 핵심 파이프라인 중 하나인 MET-097i는 임상 2b상에서 월 1회 투여 시 최대 14.1%의 체중 감소를 보여주었다. 중단율 또한 2.9%로 매우 준수한 결과를 나타내며, 장기주사제형 개발의 우수함을 보여주었다.

②암젠
:MariTide

암젠은 MariTide를 통해 한 달 장기주사제형의 개발을 꾸준히 이어가고 있다. MariTide는 항체에 펩타이드를 결합시킨 구조를 활용한다. 해당 구조를 통해 MariTide는 항체가 갖는 평균 3-4주의 체내 체류 시간을 그대로 가져올 수 있다. 이를 바탕으로 MariTide는 이를 통해 임상 2상에서 월 1회 투약 시 위약 대비 최대 16.2%의 체중 감량을 달성하였다.

③바이킹 테라퓨틱스
:VK-2735

바이킹 테라퓨틱스 또한 VK-2735를 통해 장기 지속형 비만치료제 시장 진입을 노리고 있다. VK-2735는 긴 펩타이드 구조를 활용하여 반감기를 늘리는데, 아직 주 1회 제형에 대한 검증만 이루어졌다. 현재 진행 중인 임상 3상에서는 주 1회 투여를 통해 충분히 고용량에 도달한 환자들을 대상으로, 월 1회 투여로 전환했을 때 체중이 안정적으로 유지되는지 평가하고자 한다.

초격차가 필요한
노보
→ 플랫폼 활용이 답

노보는 후발주자들과의 격차 유지를 위해서라도 장기지속제형 출시를 더욱 서둘러야 한다. 전술했듯 후발주자들의 장기주사제형 비만치료제는 28년 전후로 상용화되어 판매될 예정이다. 노보는 이미 검증된 물질인 세마글루타이드를 바탕으로 외부 기술 플랫폼을 활용하는 것이 현 상황에서 최적의 전략이다. 신약개발에는 10년 이상의 시간이 소요되는 반면, 제형 변경에는 통상 5년 이내의 시간이 소요되어 비교적 짧은 시간 내에 장기주사제형을 출시할 수 있기 때문이다.

도표 3-5. MET-097i, MariTide, VK-2735 비교 표

	MET-097i	MariTide	VK-2735
개발사	멧세라	암젠	바이킹
개발단계	2상 완료 3상 모집 중	2b상 완료	2상완료
투여 주기	월 1회	월 1회	주 1회 (월 1회 개발 중)
체중 감소	최대 14.1%	최대 16.2%	최대 14.7%
중단율	2.9%	최대 8%	6-20%
반감기	15-16일	21일	170-250시간

출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 3-6. 후발주자들과 레거시 빅파마의 장기제형 전략 비교

후발주자 (기존 비만 치료제 X)	레거시 빅파마 (기존 비만 치료제 O)
제형화 없이 약물 자체의 반감기 늘림	별도의 제형화 작업 필요
약물 자체의 긴 반감기 이용	외부 플랫폼 업체 통해 제형 변경
AMGEN®	
Metsera VIKING THERAPEUTICS	

출처: SMIC 2팀

3.4. 궁지에 몰린 노보, 누가 그의 구원자가 될 것인가

3.4.1. 첫 번째 조건, 미립구 기술

빅파마들이 원하는
미립구의 매력

미립구 방식은 빅파마가 원하는 가장 이상적인 PK 프로파일을 구현할 수 있다. 원천 API가 무엇 이든 미립구가 녹는 속도로 방출을 제어할 수 있기 때문이다. 미립구의 PK 데이터는 초기에 약 물이 과도하게 방출되거나 약물이 지연되어 나오는 현상을 효과적으로 통제할 수 있다.

부작용을 없애는
미립구의 기술력

약물을 투여한 직후에 일어날 부작용을 미립구 방식은 효과적으로 제어할 수 있다. 비만 치료제 를 맞으면 약물 투여 직후 혈중 농도가 최고치에 도달하기 때문에 메스꺼움이나 구토가 일어날 수 있다. 그러나 미립구 제형은 혈중 약물 농도를 안정적으로 유지할 수 있다. 미립구가 API를 온전히 감싸 주사를 맞는 부위에서 약물이 혈액으로 확산되는 속도를 조절할 수 있기 때문이다.

수익을 가로막는
저용량 주사

기존 제형은 저렴한 저용량 주사를 강제로 찍어내면서 수익도 미뤄지는 문제도 있었다. 1주 1회 제형은 부작용을 줄이기 위해 저용량부터 복용량을 단계적으로 증량한다. 위고비는 0.25mg → 0.5mg → 1.0mg → 1.7mg → 2.4mg을 4주 간격으로 최소 16주동안 유지한다. 초기 용량은 반드시 저용량을 투여해야 하므로 단가가 높은 고용량 주사에 설비를 집중할 수 없다.

고용량 주사로
이어지는 험난한 길

환자가 고용량으로 옮겨가기 전에 탈락이 이뤄지면서, 저용량 주사가 CAPA를 더 오래 차지해버 린다. 세마글루타이드 사용군에서 6개월 기준 약 31%에 달하는 환자가 투약을 중단했는데, 환자 들이 보통 중간에 투약을 멈추는 구간은 용량을 늘려가는 기간에 집중되는 경향이 있다.

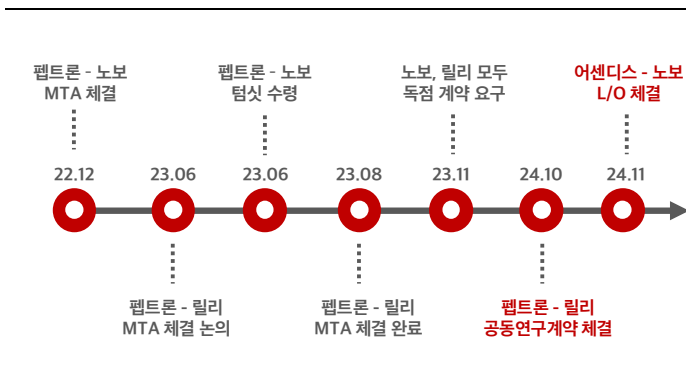
미립구 방식,
아무나 할 수 없다

그러나 펩타이드의 미립구 제형은 제네릭이 없을 정도로 어려워 협력이 필수적이다. 펩타이드는 내재적으로 쉽게 분해나 변성이 이뤄지므로 제조하는 과정이나 약물이 방출되는 과정에서 반감 기가 쉽게 달라질 수 있다. 미립구 제형으로 만들어진 다케다의 루프린은 2조원 이상의 블록버 스터 의약품으로 특허가 만료되었지만, 제네릭이 없다. 제네릭 전용 트랙 FDA 505(j)로 승인을 받은 사례가 없을 정도로 노하우가 없다면 온전하게 PK 프로파일을 구현하기 어렵기 때문이다.

미립구 기술을 위한
릴리와 노보의 경쟁

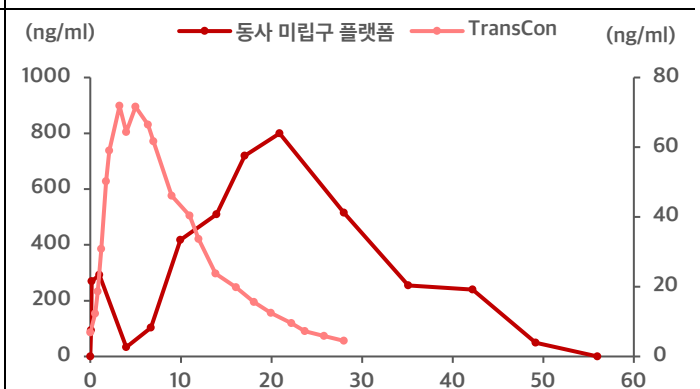
따라서 릴리와 노보 모두 미립구 제형을 지닌 업체와 적극적으로 접촉하고 있다. 노보는 22년 12월 펩트론과 MTA를 체결했지만, 릴리가 24년 10월 펩트론과 공동연구계약을 체결하면서 25 년 9월에 다시 방한해 미립구 기술을 보유한 기업들을 방문하였다. 노보는 TransCon 기술을 지 닌 어센디스 파마와 24년 L/O를 체결했지만, 초기 과다 방출을 해결하지 못했다. TransCon 플 랫폼은 약물과 캐리어를 링커로 연결하여 체내 특정 생리적 조건에 따라 자연스럽게 끊어지는데, 일정 시점에 링커가 한 번에 끊어지며 짧은 시간대에서 약물이 집중적으로 방출되기 때문이다.

도표 3-7. 노보와 릴리의 플랫폼 계약 타임라인



출처: 언론종합, SMIC 2팀

도표 3-8. 동사와 어센디스 파마의 PK 데이터 비교



출처: 동사, 어센디스 파마, SMIC 2팀

3.4.2. 두 번째 조건, 대량 생산이 가능한 CDMO 인프라

대량생산,
특히 더 어렵다.

R&D 수준에서 미립구 소량 생산은 용이하지만, 공장에서 미립구를 대량으로 생산하는 건 다른 차원의 문제다. 가령 멸균 환경에 필요한 표준 멸균 온도는 121도인데, 25도에서 45도로만 올려도 고분자가 분해된다. 멸균과 온도 제어 두 마리의 토끼를 동시에 잡기가 어려운 것이다. 과거 많은 업체가 도전했지만, 생산으로 전환하는 과정에서 끝내 균일성과 재현성을 잡지 못했다.

노하우가 필요해

같은 공간에서 더 많은 미립구를 생산하는 스케일업은 노하우가 없으면 불가능하다. 공장 배치 구조, 회전 속도, PVA 등의 계면활성제 농도와 같은 여러 요인에 따라 PK 데이터는 쉽게 달라지기 때문이다. 미립구를 탱크 사이즈를 늘릴수록 펩타이드와 유기용매를 균일하게 섞기가 더 어려워지므로 노하우가 더욱 중요해진다. 따라서 빅파마는 미립구 제형에서는 대량생산 설비를 직접 확보해 이상적인 대량생산 요건을 알고 있는 업체를 찾는다. 그러나 대부분 벤처 수준이므로 직접 공장을 확보하지 못했기 때문에 소수의 업체만이 러브콜을 받는다.

노보의 아픈 기억,
재현해서는 안 된다

특히 과거 공급 부족을 겪었던 노보는 생산 능력을 더욱 우선순위에 둘 수밖에 없다. 2022년 위고비와 오젠퍩 처방이 폭증했을 때 노보는 수요를 제때 맞추지 못했고, 그 결과 두 제품 모두 FDA의 공식 품질(drug shortage) 리스트에 올랐다. 이 공백을 타고 미국에서는 약국 조제 형태의 세마글루타이드가 200~300달러 안팎의 가격으로 유통되기 시작해, 정상가가 약 1,300달러 수준이던 브랜드 위고비와 뚜렷한 가격차가 발생했다.

3.4.3. 마지막 조건, 기술 개발을 위한 업무 협약

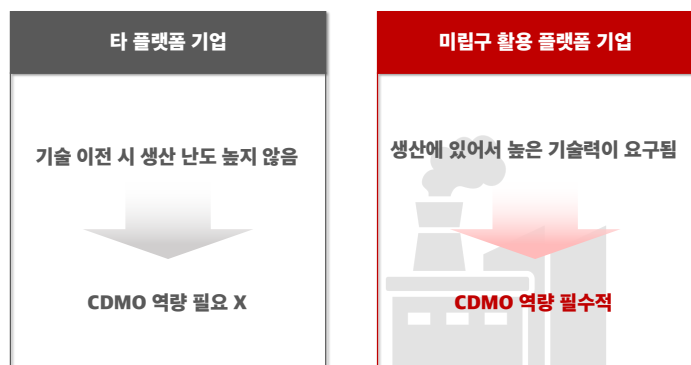
플랫폼 찾아
삼만리

노보는 지속적으로 장기주사제형을 위한 플랫폼 기업들을 찾아다녔다. 전술했듯 세마글루타이드라는 성공적인 물질을 보유한 동사는 일찍이 플랫폼 기업을 통한 장기주사제형으로의 확장을 추구해왔다. 이에 따라 장기주사제형 플랫폼과의 공동 연구 및 개발을 향한 적극적인 움직임을 보여왔다. 실제로 22년에서 24년 사이 노보가 투입한 금액은 약 3억 달러에 달한다. 노보는 장기 지속형 플랫폼 옥석 가리기를 통해 최고의 파트너를 찾고 있는 것이다.

결국은 협약을 맺은
기업에게로

동사와 같이 노보와 업무 협약을 맺고 활발한 논의를 이어온 플랫폼은 결국 노보에게 선택될 확률이 높다. 동사는 23년 1월부터 글로벌 제약사와 장기주사제형을 위한 업무 협약을 맺어왔음을 밝혔다. 이때 해당 연구 대상이 되는 API가 세마글루타이드, 오리지널 의약품이 오젠퍩과 위고비임을 통해, 글로벌 제약사가 노보임을 합리적으로 추정할 수 있다. 즉 동사는 단순히 노보의 API를 활용하여 개발한 것을 넘어, 노보와 장기주사제형에 관한 지속적인 논의를 진행해왔다.

도표 3-9. 일반 바이오 플랫폼 기업과 동사 차이



출처: SMIC 2팀

도표 3-10. 동사와 노보 간 업무 협약 도식화



출처: 동사, SMIC 2팀

3.5. 동사의 문을 두드릴 후발주자들

동사를 필요로 할
① 베링거인겔하임
② 로슈

노보 외에도 동사와의 L/O 가능성이 있는 고객사들이 존재한다. 1) 비만치료제 시장에 진입하기 위한 파이프라인을 가지고 있고, 2) 장기주사제형으로 전환할 니즈가 확실함과 동시에 3) 동사와 장기지속형 제형 개발을 위한 공동연구계약을 맺었거나, 맺은 것으로 추정되는 기업이다. 본서에서는 이에 해당하는 기업으로 ① 베링거인겔하임과 ② 로슈를 제시한다.

베링거인겔하임의
서보두타이드

베링거인겔하임의 핵심 비만 파이프라인인 서보두타이드는 비만치료제이자 강력한 차세대 MASH 치료제로 부상 중이다. 서보타이드는 비만 2상에서 최대 19%의 체중 감량을 보였을뿐만 아니라 MASH 2상에서는 83% 환자에서 MASH 개선이라는 놀라운 성과를 보였다.

로슈의 비만 시장
공략법

로슈는 공격적인 바이오텍 인수를 통해 비만 파이프라인의 수를 늘려나가고 있다. 로슈는 23년에는 카뮷 테라스(CT-388)를 인수하며 비만치료제 시장 공략을 시작하였다. 25년에는 질랜드파마(petrelintide)와 독점 협업을 맺었으며, 89bio(pegonzafermin)를 인수하며 인크레틴 치료제, 아밀린 치료제, 대사질환 치료제를 모두 확보하게 되었다.

장기주사제형으로
전환할 니즈가
충분한

서보두타이드와 로슈의 핵심 파이프라인 CT-388 모두 현재 주 1회 제형으로 개발 중이다. 서보두타이드는 최근 임상 2상을 통해 혈중 반감기가 6일이라는 점이 확인되었다. CT-388또한 마찬가지로 별도로 반감기는 공개하지 않았지만 주 1회 투여를 기준으로 개발되고 있다. 베링거인겔하임은 자신의 강력한 파이프라인을 한 달 제형으로 업그레이드하길 원할 것이고, 로슈는 장기주사제형을 통한 파이프라인 확장을 추구할 것이다. 이는 곧 동사와의 계약으로 이어진다,

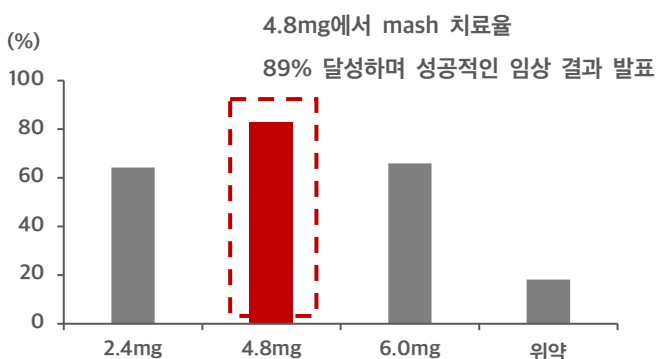
결국은
동사와 연구계약

베링거인겔하임은 25년 1월과 7월 두 차례에 걸쳐 동사와 장기지속형 주사제 제형 공동개발 계약을 체결했다. 또한 로슈는 최근 발표된 동사와의 공동기술연구 파트너사로 추정된다. 9월 29일, 동사는 유럽소재의 글로벌 제약사와 16개월의 공동기술연구 계약을 체결했다고 밝혔다. 본서에서는 해당 제약사를 로슈로 추정하는데, 그 이유는 로슈가 ①유럽 소재의 글로벌 제약사 중 ②가장 비만 시장에 적극적으로 침투하고자 하는 기업이기 때문이다.

로슈가 확실해

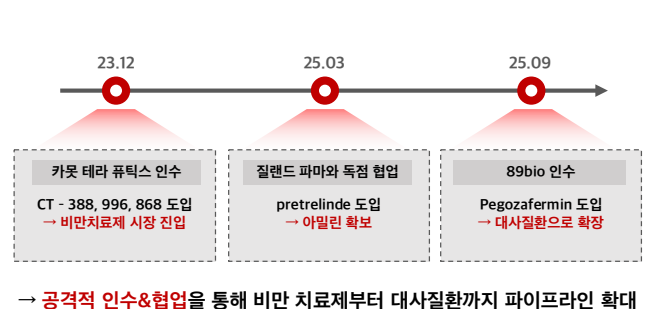
동사가 글로벌 제약사로 분류한 기업 중, 이미 연구협력 중인 기업을 제외하면 유럽 소재의 기업은 로슈, 아스트라제네카 정도이다. 이 중 비만치료제 시장에서 가장 적극적인 모습을 보이는 기업은 단연 로슈이다. 로슈는 총 119억 달러 규모의 공격적 투자를 통해 비만 파이프라인을 꾸준히 확장하여 비만 치료 시장의 3인자로 자리잡으려 하는 비만치료제 시장에 '진심'인 기업이다.

도표 3-11. 서보두타이드 MASH 2상 결과



출처: 베링거인겔하임, SMIC 2팀

도표 3-12. 로슈 파이프라인 정리



출처: 언론종합, SMIC 2팀

4. 투자포인트 2 - 미립구, 장기 주사제의 돌파구

전방은 이제 '장기 지속형 미립구'로 갈 수밖에 없다. 고용량 물질을 월 1회로 투여하려면, 일정하게 약물을 내보내고 대량 생산이 가능한 미립구형 외에는 대안이 없다. 동사는 압도적인 대형 설비와 균일한 품질로 속도, 원가, 재현성 모두를 맞출 수 있는 파트너임을 살펴보자.

4.1. Why the Only 미립구

먼저 ① 약물을 반감기가 긴 물질에 결합시켜 반감기를 연장하는 방식, ② 약물 자체의 긴 반감기를 이용하는 방식을 PK 프로파일이라는 지표와 생산비용 관점에서 열위에 있음을 알아보자.

① 약물을 반감기가 긴 물질에 결합시켜 반감기를 연장하는 방식

항체 및 캐리어 제형
→PK프로파일 내
초기 과다 방출 문제

항체나 캐리어 기반 제형은 반감기 연장을 통한 장기 효과를 목표로 하지만, 실제 PK 프로파일 상에서는 구조적 약점을 드러낸다. GLP-1을 반감기가 긴 항체나 캐리어에 결합시켜 서서히 분해되도록 설계하지만, 투여 직후 약물의 일부가 빠르게 혈중에 유입되며 초기 과다 방출이 발생하고, 이는 위장관계 부작용 증가로 직결된다. 결과적으로 초기부터 고용량을 투여하지 못하고, 단계적 용량 증량을 요구하게 되며, 이는 치료 편의성과 순응도 모두에 불리하게 작용한다.

초기과다방출의
한계를 보여준
암젠의 2상결과

대표적인 일례로, 암젠의 MariTide는 2상 임상에서 이러한 구조적 한계가 그대로 드러났다. 420mg을 8주 간격으로 투여한 고용량군에서 구도율은 92%, 치료 중단률은 27%에 달했다. 즉, 초기 혈중농도 급등을 억제하지 못해 심한 부작용을 유발했고, 투약 스케줄 또한 단순화할 수 없었다. 이처럼 PK가 불안정하면 아무리 반감기가 길더라도 시장성이 떨어질 수밖에 없다.

항체 원가+ 제조비용
↑
→ 빅파마에게 매력 X

생산단가 측면에서도 해당 방식은 빅파마 입장에서 매력적이지 않다. 항체의 원가 자체가 일반 펩타이드 대비 수십~수백 배에 이르고, 여기에 GLP-1을 항체에 결합시키는 링커 공정이 추가되면서 기술적 정교함과 제조비용이 동시에 증가한다. 결합력이 너무 강하면 약물이 분리되지 않고, 너무 약하면 약효가 불안정해지는 만큼, 링커의 설계 및 생산은 고난도의 기술이다.

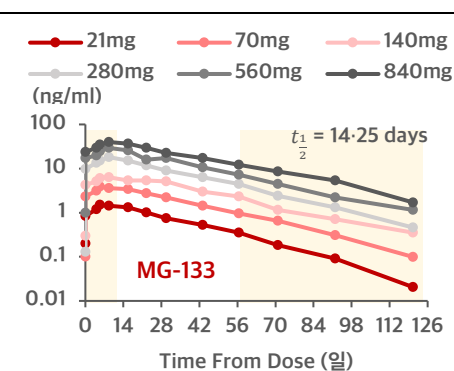
캐리어 기반 접근
→ 역시나 매력 X

캐리어 기반 접근도 매력적이지 않다. 어센디스파마의 캐리어 기반 TransCon 플랫폼은 GLP-1 외 질환군에서는 이미 상용화된 제품을 보유 중이다. 그러나 Skytrofa(소아 성장호르몬 결핍 치료제)의 월 투약비는 약 3,000만 원, Yorvipath(저부갑상선호르몬증 치료제)는 약 2,500만 원에 달하는 등 가격 장벽이 높다. GLP-1용으로는 이를 개선한 캐리어가 개발되고 있으나, 여전히 링커 기반이며, 신규 단백질로 임상 1~3상을 모두 처음부터 다시 거쳐야 한다는 점은 변화가 없다.

빅파마의 니즈
즉각 개량신약+상업화
→ 항체·캐리어 OUT

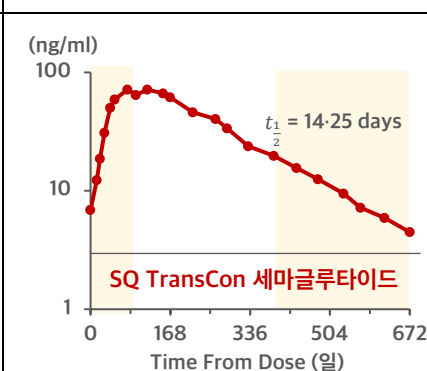
즉, 빅파마가 단순 기술도입이 아닌, 즉각적 개량신약 전략과 대규모 상업화를 노리기에 이런 방식은 채택되기 어려울 수밖에 없다. 항체-캐리어기반 제형은 PK가 불안정하며 고용량 초기 투약이 어렵고 링커공정 및 항체-캐리어 단가로 비용측면에서 효과성, 경제성 모두 약점을 드러낸다.

도표 4-1. MariTide PK 프로파일 (로그)



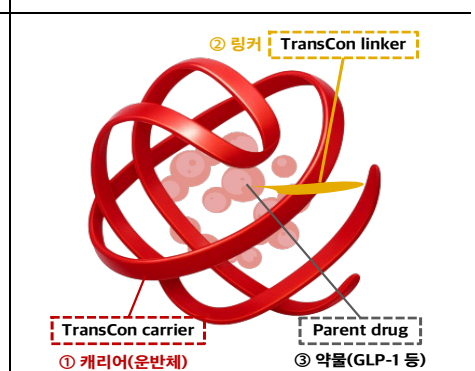
출처: 암젠, SMIC 2팀

도표 4-2. TransCon PK 프로파일 (로그)



출처: 어센디스파마, SMIC 2팀

도표 4-3. 캐리어 기반 TransCon



출처: 어센디스파마, SMIC 2팀

② 약물 자체의 긴 반감기를 이용하는 방식

약물 자체 반감기 활용 → 초기방출 제어 어려움
약물 자체의 반감기를 활용하는 방식은 역시 초기 과다 방출을 제어하지 못한다는 치명적인 PK 구조상의 한계를 보이고 있다. 약물이 일정한 속도로 방출되도록 제어하는 장치 없이 단순히 반감기가 긴 물질을 피하에 투여하는 경우, 투여 직후 다량의 약물이 급속히 혈중으로 확산되며 부작용 리스크가 증가하게 된다. 실제로 해당 기술의 산물인 멧세라의 MET-097i와 바이킹 테라퓨틱스의 VK2735 모두 동일한 문제를 피하지 못할 것으로 예상된다.

멧세라와 바이킹 모두 이상적 PK 도달 X
두 제형 모두 한 달 기준 이상적인 PK 프로파일에 도달하기 어렵다. MET-097i는 알부민 결합을 통해 반감기 15~16일을 확보했으나, 이는 1개월 PK 프로파일을 만족시키기엔 부족하다. VESPER-1에서 주 1회 투여는 체중 감소 효과와 내약성을 확보했지만, VESPER-3에서 진행 중인 1개월 제형은 아직까지 효능과 부작용에 대한 공개된 데이터가 없다. VK2735 역시 반감기 8.7일 수준으로, 주간 제형 대비 확장성은 존재하나, 한 달 단위 투여 간격을 설계하기엔 부족하다.

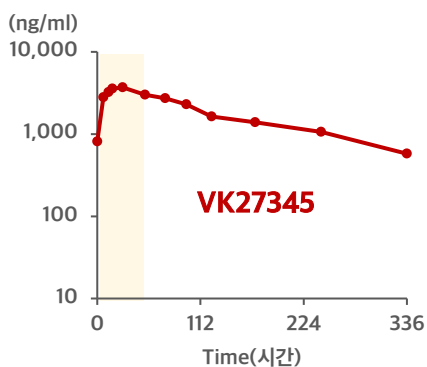
약물 가격 경쟁력 의문
물론 이와 같은 방식은 생산비용 측면에서는 가장 단순하고 저렴한 구조를 가질 가능성이 높다. 추가 가공 공정 없이 원약을 그대로 활용할 수 있고, 미립구나 링커 결합 등 특별한 제조 기술이 불필요하기 때문이다. 그러나 신규 약물 자체가 초기부터 값싸지 않다면, 이야기는 달라진다.

규모의 경제 달성 X → 초기 단계 물질 가격 담보 어려움
이러한 신규 물질은 아직 ‘규모의 경제’를 달성하지 못한 초기 단계 물질로 가격을 담보하기도 쉽지 않다. VK2735의 정확한 비용 구조는 알 수 없으나, 유사 기전의 초기 터제파타이드 생산비용 수준은 그램당 약 1,300달러 수준이었다. 하지만, 동 물질은 현재 그램당 약 430달러 수준으로 크게 낮아졌는데, 이는 릴리의 자본과 점유율 기반의 대량생산에 따른 ‘규모의 경제’ 효과와 생산 공정 기술의 지속적인 개선 덕분이다. 반면, 바이킹은 릴리처럼 대규모 생산설비나 공정 최적화 역량이 없어, 실제 단가는 예상보다 더 높을 가능성도 존재한다.

이미 과열 상태인 시장
이미 과열 상태인 시장 진입 가능성도 의문이다. MET-097i, VK2735 모두 각각 임상2b상, 임상2상으로 아직 상업화 전 단계이며, 설령 상업화에 성공하더라도 릴리와 노보가 장악한 비만 및 당뇨 치료제 시장에서 의미 있는 점유율을 확보하기까지는 상당한 시간이 소요될 수밖에 없다. 이 같은 제형은 비록 PK 프로파일이나 속도 측면에서는 미흡하지만 비용 측면에서 단순화된 전략을 추구하는 **중소 바이오텍 또는 후발주자에게 어울리는 차순위 선택지라고 할 수 있다.**

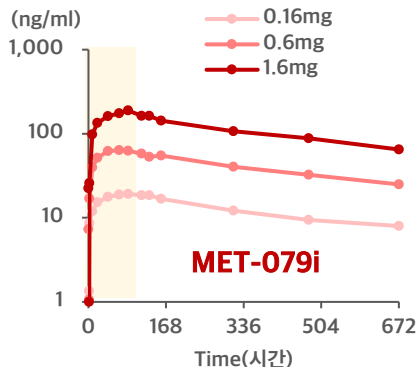
빅파마에게 남은 길 → 오로지 미립구
따라서 빅파마가 가장 선호하는 방법은 미립구형이다. 미립구 제형 약물 방출을 물리적으로 제어할 수 있는 유일한, 동시에 개량 신약 신청으로 가장 빠른 해법임이 자명하다. 적절한 PK 프로파일에 더하여 대량생산 공정을 확보할 수 있는 기업만이, 향후 장기 지속형 주사제 시장의 주도권을 거머쥘 수 있다. 결국 글로벌 빅파마의 선택지는 미립구형 하나로 수렴할 수밖에 없다.

도표 4-4. VK2735 PK 프로파일 (로그)



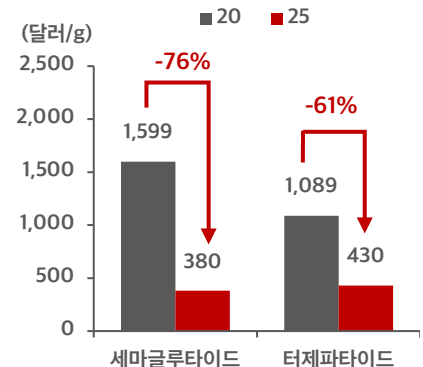
출처: 바이킹 테라퓨틱스, SMIC 2팀

도표 4-5. MET-079i PK 프로파일 (로그)



출처: 멧세라, SMIC 2팀

도표 4-6. 주요 GLP-1 API 가격 추이



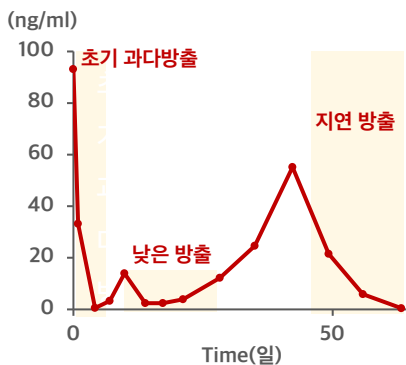
출처: QYOBO, SMIC 2팀

4.2. 동사, 드디어 프로파일에서 만족스러운 결과를

미립구형 제제 →고난도 공정기술 요구	미립구형 제제는 구조적으로 이상적이지만, 구현은 고난도의 공정 기술을 요구한다. 일정 속도로 약물을 방출해 혈중 농도를 평탄화할 수 있다는 이론적 장점은 분명하나, 실제로는 수만 개 입자에 동일한 방출 속도와 품질 균일성을 확보해야 한다. 특히 동사는 멤브레인 기반 막유화 방식을 사용하기 때문에, 첨가제 분포의 균일도와 입자 구조의 재현성이 관건이다. 동사의 경쟁사인 펩트론과 인벤티지랩은 각각 건조 분무 방식과 마이크로플루이딕이라는 차별화된 공정을 발전시켜 24~25년 사이 PK 프로파일을 먼저 안정화한 바 있다.
PK 곡선 불안정성 → 인산염+벤잔틴 병용을 통한 정공법 강행	동사는 후발주자였지만, PK 곡선의 불안정성을 정공법으로 돌파해 왔다. 과거에는 투여 직후 급격한 혈중 농도 상승과 42일차 지연 방출이 나타나는 이중 피크 구조였고, 이는 초기 과다 효능과 후반부 재흡수 불균형을 유발해 임상 적용에 한계를 드러냈다. 이를 해결하기 위해 동사는 인산염 기반의 초기방출억제제와 벤잔틴이라는 생체이용률개선제를 병용 적용해, 방출 속도와 흡수율을 곡선 전반에 걸쳐 제어하는 정밀한 밸런스 설계를 도입했다. 이는 단순한 방출 지연이 아닌, 전 구간 유효농도 확보라는 복합적인 설계가 반영된 구조이다.
미립구 핵심 기술 : 균질도 확보에 대한 특허 다수 보유	이 같은 복합 설계는 공정 수준에서의 고난도 생산기술과 특허로 뒷받침되고 있다. 동사는 단일 모듈 기준 7만 개의 미립구를 생산하며, 이 전 공정에서 첨가제를 고르게 적용하기 위한 균질도 확보가 핵심 기술이다. 동사는 동사만의 노하우가 담긴 기술이 반영된 제품 당 10건 이상 특허를 보유해 생산기술 전반에 대해 방어력을 확보함과 동시에 경쟁사에 특허장벽을 세우고 있다.
23년 초기과다방출 완화 25년 지연방출 해소국면	이후 23년 PK 곡선에서는 초기 과다 방출은 완화되었으나, 28일차 지연 방출이 여전히 확인되었다. 이는 PLGA 분해 속도나 입자 내 API 분포 불균형에서 기인한 것으로 해석되며, 동사는 방출 균일성이라는 마지막 기술 과제와 마주하고 있었다. 당시 곡선은 명백한 개선 흐름을 보였으나, 완성된 구조로 보기는 어려웠다. 하지만 이는 바로 25년 진입으로 해소 국면에 들어간다.
세마글루타이드 기반 1개월 제형 기술 안정 성 확보	25년 동사는 세마글루타이드 기반 1개월 제형의 기술적 안정성을 확보했다. 올해 IR에서는 일부 초기 피크가 남아 있었으나, 10월 PODD에서 해당 제형의 개발 완료와 내년 상반기 임상 진입 계획이 공식화됐다. 이는 단순한 개선을 넘어서, 대량생산이 가능한 정밀공정 기반에서 안정적인 PK 곡선을 확보한 미립구형 제형으로 전환되었음을 의미한다.

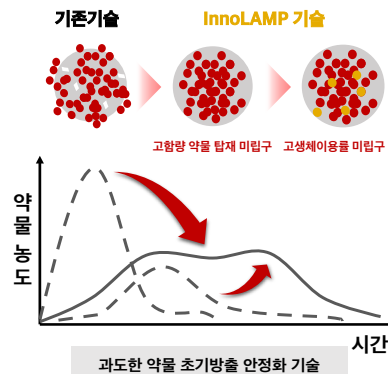
동사는 더 이상 후보군이 아니다. 이제는 1개월 이상의 장기주사제를 구현할 수 있는 완성된 플랫폼 플레이어로서, 경쟁사가 넘을 수 없는 대량생산이라는 구조적 우위를 증명할 차례이다.

도표 4-7. 21년 동사 PK 프로파일



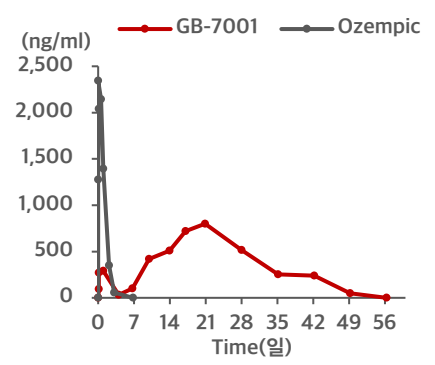
출처: 동사, SMIC 2팀

도표 4-8. 초기방출억제제와 생체이용률개선



출처: SMIC 2팀

도표 4-9. 25년 동사 PK 프로파일

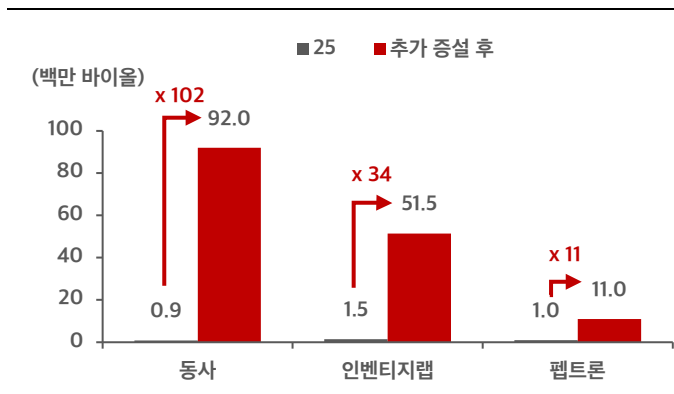


출처: 동사, SMIC 2팀

4.3. 대규모 생산능력은 나의 경쟁력이자 원동력

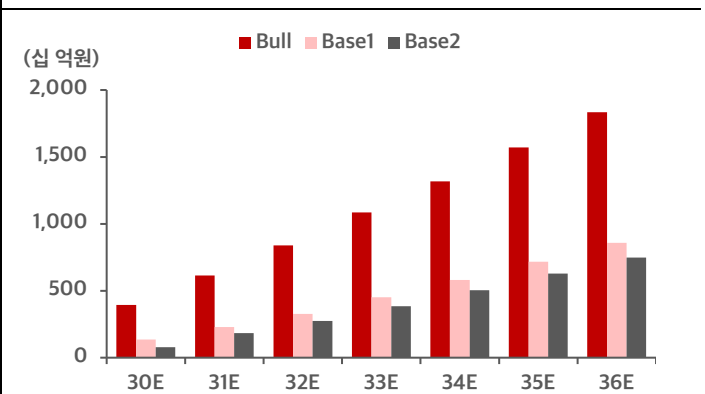
<p>중요한 것은 대량 생산 능력</p>	<p>PK 프로파일이 일정 수준 이상에서 수렴된 순간, 빅파마의 선택 기준은 대량생산으로 이동한다. 지속기간에 따른 편의성은 점유율로 직결되며, 이를 빠르게 확보하고 유지하는 것이 빅파마 입장에선 핵심이다. 결국 누가 먼저 생산 가능한 상태로 올라서 있느냐가, 플랫폼 기업과의 계약 우선순위를 결정한다. 동사는 이러한 흐름 속에서 물량이라는 레버리지를 확실히 확보했다.</p>
<p>압도적인 동사의 CAPA - 경쟁력의 원천</p>	<p>27년 완공될 신규 2공장을 고려했을 때, 동사의 연간 최대 CAPA는 9,200만 바이알로, 경쟁사를 압도한다. 바이알이란 의약품 제조에서 흔히 한 회분 단위로 나누어 있는 밀봉된 약병이다. 펩트론이 신공장 증설로 1,100만 바이알, 인벤티지랩이 150만 바이알에 더하여 큐라티스 인수로 확보 가능한 향후 계획 생산능력이 5,000만 바이알 수준으로 계획한 것과 비교하면, 동사의 규모는 가히 압도적이다. 특히나 1개월 그리고, 3개월 제형처럼 장기 제형으로 변화할수록, 고용량 및 고점도 제형으로 갈수록 생산수율과 공정 안정성은 더욱 더 중요해진다.</p>
<p>누구보다 빠른 속도, 남들과는 다른 수율</p>	<p>이는 단순 cGMP의 무조건적인 면적 확대에서 비롯되는 것이 아니다. 동사의 미립구 수율은 무려 80% 이상이며, 이는 플랫폼 생산성의 정량적 기준으로 작동한다. InnoLAMP 공정은 12cm짜리 막유화 모듈에 7만 개의 구멍을 탑재, 단일 공정에서 대량의 미립구를 빠르게 생성 가능하다. 여기에 연속 유기용매 제거 공정까지 병렬화되어, 유기용매 제거 속도와 미립구 완성률이 동시에 확보된다. 수율과 속도, 두 요소가 모두 구현된 사례는 드물다.</p>
<p>경쟁력 있는 기술력 + 압도적인 설비 = CDMO 수요 견인</p>	<p>이러한 공정 기술은 플랫폼 기업의 BM에 구조적 업사이드를 제공한다. 임상 성공 이후 시판까지 이어지는 과정에서, 기술 라이선스 기업이 직접 생산까지 수행하는 경우가 많다. 이는 단순히 기술 이전만으로는 해당 품질을 맞추기 어려운 구조적 특성 때문이며, 동사처럼 설비와 수율이 동시에 확보된 플랫폼 기업은 CDMO와의 병행 수요도 견인할 수 있다.</p>
<p>CDMO의 폭발적 매출이 기대되는 동사</p>	<p>동사는 단순한 로열티 수취 모델을 넘어서, 매출 기반의 CDMO 매출 성장까지 현실화할 수 있는 구조이다. 실제로 동사의 향후 파이프라인은 플랫폼 계약과 더불어 CMO 형태로 생산이 동반되는 구간이 존재하며, 후술할 Bull Case 기준 36년 CMO 매출은 1.6조원까지 추정된다. 이는 기술력, 공정력, 생산능력이 조화롭게 작동할 수 있는 구조적 플랫폼이기에 가능한 수치다.</p>
<p>대량생산이 필요한 빅파마들은 동사가 절실할 것</p>	<p>결국, PK 프로파일이 유사해졌다면 빅파마는 당장의 점유율 확보를 위해 대량생산이 가능한 기업을 선택할 수밖에 없다. 기술을 증명한 후에 물량을 맞추는 것이 아니라, 증명과 동시에 공급이 가능한 플랫폼이 시장의 중심으로 재편되고 있다. 동사는 그 구조의 한가운데에 있다. CAPA를 확보한 플랫폼 기업은 빅파마의 성장과 함께 동행할 강력한 슈퍼카를 가지고 있는 셈이다.</p>

도표 4-10. 동사 및 경쟁사 향후 CAPA 비교



출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 4-11. 동사 Case 별 CMO 향후 추정 매출

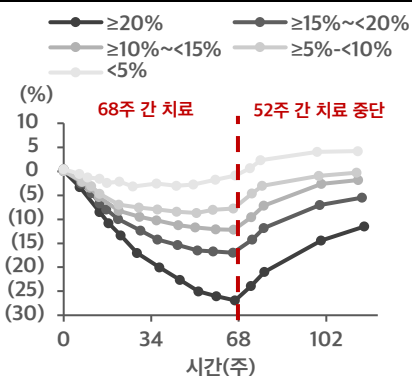


출처: SMIC 2팀

4.3. 1개월 그 이상을 넘어서

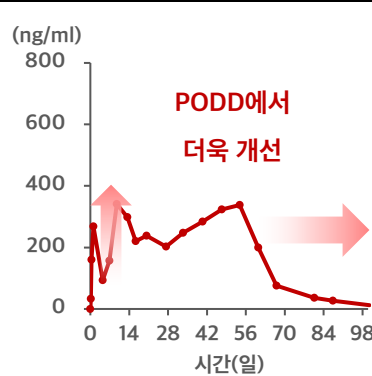
동사의 자신감을 방증하는 CAPA	결론부터 말하면, 9,200만 바이알 CAPA는 단순한 숫자가 아니라, 3개월 제형에 대한 동사의 자신감이다. 분기 1회 투여라는 '다음 주기'로 향하는 여정에서, 동 수치는 물량이 아닌 방향성을 뜻한다. 동사는 이 구조를 정면으로 돌파하며, 그 이상의 꿈을 대비하는 플레이어다.
복약지속률을 늘리는 장기지속형 주사제	비만 치료에 있어 장기지속형 제형은 치료 편의성 이상으로, 복약 지속률과 직결된다. 나아가, 기존 주 1회 약물은 중단 시 1년 내 체중의 3분의 2가 복구된다는 연구 결과가 존재하며, 혈압과 지질 등 주요한 지표도 기준치로 되돌아간다. 결국 치료제는 중단되기보다 유지되어야 한다. 따라서 3개월 제형의 도입은 체중 유지 목적에서 순응도와 매출을 동시에 높일 수 있는 도구이다. 지금 시장이 요구하는 것은 단순히 '편한 약'이 아닌 '지속 가능한 약'이다.
너무 어려운 SC 제형의 확장	SC 제형(피하 주사)은 용량 한계로 인해 3개월 제형으로의 전환이 어렵다. 일반적으로 SC는 약 1.5mL가 한계이며, 이 이상 투여 시 통증과 흡수율 저하가 발생한다. 반면, IM 제형(근육 주사)은 5mL까지 투여가 가능하나, 자가 투여가 어렵다. 1개월의 3배 용량이 필요한 3개월 제형에서는 SC로는 용량 확장이 쉽지 않다. 결국 SC 제형 유지 여부는 제형 기술력의 여부로 귀결된다.
동사 can do it! InnoLAMP는 멈추지 않는다	동사는 고함량 구현과 방출 제어 기술을 동시에 확보하며, SC 제형의 구조적 한계를 넘은 업체이다. InnoLAMP 기반 미립구 플랫폼을 통해 세마글루타이드 기준 API 비중을 10%에서 25~50%까지 2배 이상 끌어올렸고, 1.5mL 내에 유효성분을 고밀도로 탑재함으로써 입자 수를 줄여 통증과 부작용을 낮췄다. 여기에 전술한 초기방출억제제와 체이용률개선제를 병행 적용하며 급성 노출을 억제하고 장기 흡수를 보완에 더하여 방출 속도와 흡수 효율을 모두 확보했다. 반면 경쟁사들은 여전히 1개월 수준에 머무르거나 IM 제형으로의 전환을 고민 중이다.
긍정적인 소식을 알리는 동사의 PK 프로파일	PK 프로파일 측면에서도 동사는 3개월 지속 제형의 실현을 통해 분기 1회라는 치료의 가능성을 보여준다. 실제로 25년 PODD에서 3개월 지속형 세마글루타이드의 PK 프로파일 데이터를 발표했고, 해당 수치는 올해 IR 자료에서 공개된 3개월 데이터에 비해 동사의 1개월 데이터에 보다 가깝게 완만한, 그리고 더욱 길어진 98일 이상의 방출 곡선이 확인된 것으로 알려졌다. 반면, 미립구형 내 경쟁사의 경우, GLP-1과 관련한 3개월 PK 프로파일을 공식적으로 공개한 바가 없다.
릴리와 노보 모두 동사를 노릴 것	릴리와 노보는 1개월 초과 주사제 진입 시도를 견제하기 위해, 그 이상의 제형 기술을 보유한 플랫폼 기업을 선택할 수밖에 없다. MariTide는 비록 용량 증가 식이긴 하나, 420mg 동일 용량을 1개월, 2개월 간격으로 투여한 뒤, 현재 3개월 1회 투여군이 포함된 파트2 임상을 진행 중이다. 아직 3개월 투여 데이터는 미공개지만, 15% 이상 체중을 감량한 환자의 94%가 자발적으로 1년 추가 투약에 등록한 바 있다. 이는 장기 지속 제형에 대한 환자 선호를 보여주는 신호이며, 빅파마는 3개월 이상의 플랫폼 기업을 선택할 수밖에 없는 또다른 압력이 발생하고 있는 것이다.

도표 4-12. 위고비 중단 후 체중 변화



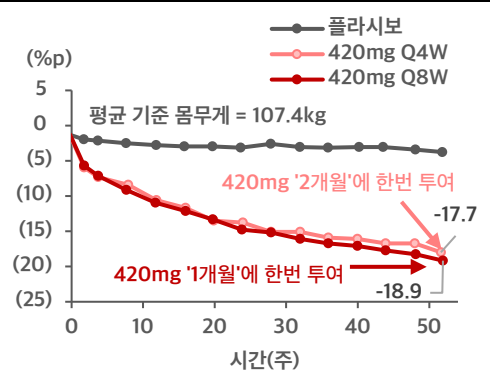
출처: Diabetes Obes Metab, SMIC 2팀

도표 4-13. 동사 IR 3개월 PK 프로파일



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 4-14. MariTide의 월별 체중감량 효과



출처: 암젠, SMIC 2팀

5. Plus α - 또다른 질병, 치매 치료 플랫폼까지

동사의 캐시카우,
치매 치료제

동사는 장기지속형 주사제 시장 내 신경 퇴행성 질환 치료제(CNS) 적응증 중 가장 뚜렷한 수요 기반이 존재하는 알츠하이머 치료제를 선점했다. 비만, 조현병, 전립선암 등 다양한 파이프라인을 보유하고 있으나, 사업화 진입 속도가 가장 빠른 후보는 도네페질 기반의 치매 치료제다. 세계 최초 1개월 지속형 도네페질 주사제 'GB-5001'은 저용량 및 고용량 제형 모두 국내 임상 1상을 완료하며, 동사의 파이프라인 중 가장 확실한 캐시카우로 부상했다.

장기지속형 주사제의
구조적 성장

장기지속형 주사제 시장은 구조적 성장 구간에 진입했다. 23년 약 36조 원 규모였던 글로벌 시장은 연평균 12.8% 성장률을 바탕으로 30년 약 80조 원까지 확대될 전망이다. 특히 치료 순응도가 매출에 직접 연결되는 만성질환 영역에서 월 1회 SC 제형은 경구제 대비 혈중 농도 유지, 복약 편의성, 부작용 관리 측면에서 경쟁력을 확보하고 있다.

도네페질은
장기지속형 주사제가
필요하다

환자 특성상 도네페질의 장기지속형 전환은 구조적으로 필연적이다. 특히나, 주요한 치매 질환 환자인 알츠하이머 환자는 기억력 저하와 인지기능 장애뿐 아니라 음식을 삼키기 어려운 증상까지 겪는 경우가 많아, 경구 복약 자체가 어렵다. 이로 인해 순응도는 낮고 질병 진행은 가속화되며, 보호자의 부담도 동반된다. 월 1회 주사제는 이러한 구조적 비효율을 해결하는 유일한 방식이며, 실제 복약 편의성을 바탕으로 치료 효과의 장기적 유지까지 기대할 수 있다.

동사의 전략:
제네릭, 저위험을
노려라

현재 시장은 고가 항체 치료제가 주도하나, 동사는 제네릭 기반 저위험 전략으로 실질 경쟁력을 확보했다. 아두헬름, 레캠비, 키센라 등은 알츠하이머용 제거 타깃(Aβ)의 축적 억제를 목표로 하지만, 고비용 구조와 정맥투여 기반의 모니터링 부담이 크다. 레캠비는 SC 제형 임상에도 진입했으나, 월 1회 분량으로 압축하기 위한 기술적 장벽은 여전하다. 반면, 동사는 임상 리스크가 낮은 도네페질 기반 약물을 선택했으며, InnoLAMP 기반 공정으로 생산성과 재현성까지 확보했다.

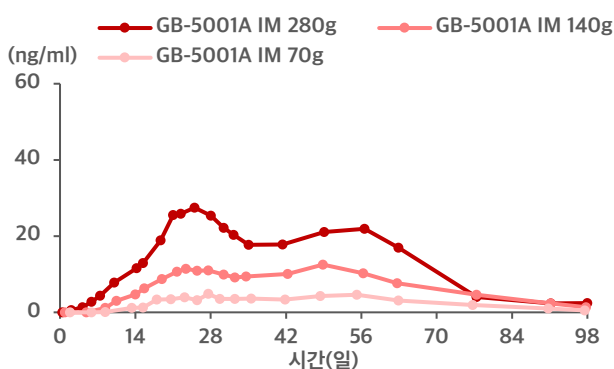
이미 상당한 수요의
도네페질,
동사는 준비 완료

도네페질은 전 적응증에서 수요가 확인되었으며, 동사는 이를 기반으로 사업화 타이밍을 조율 중이다. 한국리서치 조사에 따르면, 국내 전문의 100명 중 MCI 환자에 대해 비급여 기준 13%, 급여 기준 21%가 주사제 처방 의향을 밝혔고, 중증 환자군에서도 급여 기준 25%가 수요를 보였다. 동사는 생산 효율성과 고분자 사용량 최적화 등 기술적 밸런스를 이미 확보하고 있으며, 이를 기반으로 GB-5001A의 국내 허가를 28년으로 계획하고 있다.

치매 플랫폼 기업,
막연한 미래가 아닌
눈 앞의 현실

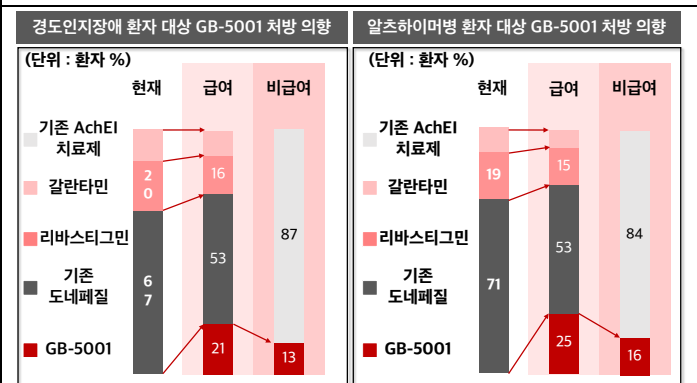
동사는 29~30년 상업 매출 가시화를 목표로, 임상 시료 생산설비 증설과 병행해 초기 산업 생산 준비에 착수했다. 기술이전 시, 30년대 중반부터 글로벌 매출 전환이 가능하며, 이는 단순한 신약 상용화가 아닌 국내 기반의 정밀공정 플랫폼이 해외로 확산될 수 있다는 의미를 내포한다. 동사는 비만에 이어 치매까지 플랫폼 기업으로의 전환 궤도에 진입했음이 자명하다.

도표 5-1. 세계 최초 1개월 제형 임상 PK 자료



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 5-2. 국내 전문의 도네페질 주사제 처방 수요



출처: 한국리서치, SMIC 2팀

6. 매출추정

최종 매출추정 Table은 다음과 같다.

최종 매출 테이블 - Bull Case														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
전체 매출	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,568,202	1,954,613	2,292,447	2,530,784	2,762,351	2,997,609
YoY(%)	207.60%	3.93%	40.58%	17890.24%	-67.89%	2.97%	7.67%	1682.07%	27.12%	24.64%	17.28%	10.40%	9.15%	8.52%
비만치료제			-	191,252	51,652	51,652	51,652	1,121,109	1,362,731	1,629,755	1,837,199	1,968,507	2,087,934	2,208,829
% of Sales			0.00%	98.34%	82.73%	80.34%	74.62%	90.88%	86.90%	83.38%	80.14%	77.78%	75.59%	73.69%
로열티 매출			-	-	-	-	-	489,576	642,791	782,502	890,629	958,924	1,041,417	1,123,926
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	39.69%	40.99%	40.03%	38.85%	37.89%	37.70%	37.49%
제품 매출(CDMO)			-	-	-	-	-	500,653	640,712	768,025	867,341	930,354	967,289	1,005,675
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.58%	40.86%	39.29%	37.83%	36.76%	35.02%	33.55%
계약금&마일스톤			-	191,252	51,652	51,652	51,652	130,880	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228
% of Sales			0.00%	98.34%	82.73%	80.34%	74.62%	10.61%	5.05%	4.05%	3.46%	3.13%	2.87%	2.64%
치매치료제			152	2,222	9,707	11,478	16,321	111,152	204,020	323,297	453,566	560,466	672,466	786,679
% of Sales			14.06%	1.14%	15.55%	17.85%	23.58%	9.01%	13.01%	16.54%	19.79%	22.15%	24.34%	26.24%
로열티 매출			-	-	-	-	296	14,953	30,431	46,773	63,769	81,585	100,252	119,288
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.43%	1.21%	1.94%	2.39%	2.78%	3.22%	3.63%	3.98%
제품 매출(CDMO)			-	-	-	-	1,482	74,764	152,154	233,866	318,844	407,927	501,260	596,438
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.14%	6.06%	9.70%	11.96%	13.91%	16.12%	18.15%	19.90%
계약금&마일스톤			152	2,222	9,707	11,478	14,543	21,435	21,435	42,657	70,954	70,954	70,954	70,954
% of Sales			14.06%	1.14%	15.55%	17.85%	21.01%	1.74%	1.37%	2.18%	3.10%	2.80%	2.57%	2.37%
기타			929	1,001	1,078	1,161	1,250	1,346	1,450	1,561	1,682	1,811	1,951	2,101
% of Sales			85.94%	0.51%	1.73%	1.81%	1.81%	0.11%	0.09%	0.08%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%

매출은 동사가 L/O 계약을 하게 될 전방사와 동사가 공급하게 될 전방사의 CDMO 시장에 따라 Bull, Base Case 1,2로 나누어 추정하였다. Bull/Base Case 1의 경우 [투자포인트 1.]의 논리를 따라 노보와 독점계약을 하는 상황을 가정하였고 Base Case 2는 그 외의 경우를 상정하였다.

Case 가정

	L/O 계약 빅파마	CDMO 시장
Bull	노보 노디스크	한국, 미국, 일본
Base 1	노보 노디스크	한국, 일본
Base 2	노보 노디스크 이외	한국, 일본

6.1. 비만치료제 로열티 매출

비만치료제 로열티 매출의 경우 다음 산식으로 추정하였다.

$$1\text{개월 제형 처방인구 수} * \text{전방사 점유율} * 1\text{개월 제형 추정 연간 ASP} * \text{복약순응도} * \text{로열티율}$$

(1) 1개월 제형 처방인구 수 추정

비만치료제 시장 규모는 다음 산식으로 추정하였다.

$$\text{지역별 성인인구 수} * \text{지역별 비만율} * \text{비만치료제 침투율} * 1\text{개월 제형 점유율}$$

지역별 성인인구 수의 경우 23년과 24년 인구 수를 구하고 36년까지의 예상 CAGR을 통해 나머지 연도들의 성인인구 수를 추정하였다. 예상 CAGR의 경우 UN의 World Population prospect 2024를 참고하였다. 구체적인 성인인구 수 추정은 [Appx. 3]에 첨부하였다.

비만치료제 침투율은 비만인구 중 1년동안 비만치료제를 구매하는 환자의 비율이다. 23년 노보가 제시한 미국의 침투율은 0.4%이고 미국 CBO가 제시한 34년 예상 침투율이 11%이므로 나머지 연도는 이를 선형으로 보간하여 추정하였다. 다만 34년 이후에 대해서는 성장세가 둔화될 것이라고 전망했기에 보수적 추정을 위해 flat 처리하였다. 유럽과 아시아는 약물 승인 시점이 미국보다 평균적으로 1-2년 뒤따라가므로 미국의 데이터를 2년 후행한다고 가정하였다.

1개월 제형 점유율은 전체 비만치료제 시장에서 1개월 제형이 차지하는 비중을 의미한다. 이를 추정하기 위해 조현병 치료제인 팔리페리돈 1개월 제형의 사례를 차용하였다. 팔리페리돈은 기존 격주 제형을 대체하며 출시 직후 점유율 30%를, 출시 5년차에 점유율 52.9%를 달성했다. 비만치료제 역시 비슷한 양상을 따라갈 것이라고 예상하였다.

(2) 전방사 점유율

올해 기준 주사제형의 비만치료제 시장에서의 점유율은 노보가 43.1%, 릴리가 53.3%로, 해당 시장은 두 기업이 독주하고 있는 과점 시장이다. 각 전방사의 예상 점유율은 제약 분야 과점 시장에서 후발주자가 진입하면서 점유율이 뒤바뀐 사례인 면역항암제 시장을 참고하였다. 이에 따라 Bull/Base Case 1과 Base Case 2 각각 Opdivo와 Tecentriq의 사례를 차용하였다.

Tecentriq 점유율 추이

(단위: %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Keytruda	23%	37%	44%	49%	52%	54%
Opdivo	75%	58%	47%	36%	29%	26%
Tecentriq	3%	5%	5%	8%	10%	11%
Others	0%	0%	4%	7%	9%	9%

(3) 1개월 제형 추정 연간 ASP & 복약순응도

특허 기간 연장을 위해 주 1회 제형에서 월 1회 제형으로 제형을 개발하는 경우 일반적으로 가격은 동결된다. 즉 주 1회 제형 4개의 가격과 월 1회 제형 1개의 가격이 같아진다. 따라서 지역별 연간 ASP는 주 1회 제형 가격에 52를 곱한 값이 된다. 구체적인 지역별 연간 ASP는 [Appx.4]에 첨부하였다. 복약순응도의 경우 동사가 투자설명서에서 제시한 80%를 사용하였다.

(4) 로열티율

동사가 노보와 계약을 맺게 될 경우의 로열티율은 노보와 어센디스 파마가 맺은 L/O 계약과 릴리와 카무루스가 맺은 L/O 계약을 참고하였다. 두 계약 모두 로열티율을 mid-single digit으로 정했기 때문에 동사의 L/O 계약 역시 mid-single digit에 해당하는 로열티를 받게 될 것이라고 추정하였다. 구체적인 로열티율은 4~6%의 평균값인 5%를 사용하였다.

비만치료제 로열티 매출 추정 - Bull Case, Base Case 1														
(단위: 백만 원, 천 명)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계 (A+B+C)(D)								489,576	642,791	782,502	890,629	958,924	1,041,417	1,123,926
YoY(%)									31.30%	21.73%	13.82%	7.67%	8.60%	7.92%
미국 (A)								238,714	300,111	354,520	395,389	419,482	422,418	425,375
% of Royalty								48.8%	46.7%	45.3%	44.4%	43.7%	40.6%	37.8%
1개월 제형 처방인구 수								3,021	4,250	5,698	7,370	9,271	9,335	9,401
Novo 점유율								46.1%	41.2%	36.3%	31.3%	26.4%	26.4%	26.4%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
유럽 (B)								166,871	224,605	277,661	319,644	346,927	391,532	436,137
% of Royalty								34.1%	34.9%	35.5%	35.9%	36.2%	37.6%	38.8%
1개월 제형 처방인구 수								1,632	2,458	3,448	4,604	5,924	6,686	7,448
Novo 점유율								46.1%	41.2%	36.3%	31.3%	26.4%	26.4%	26.4%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								3,136	3,136	3,136	3,136	3,136	3,136	3,136
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
아시아 (C)								206,384	278,774	345,946	398,254	432,246	487,821	543,395
% of Royalty								42.2%	43.4%	44.2%	44.7%	45.1%	46.8%	48.3%
1개월 제형 처방인구 수								2,746	4,150	5,845	7,804	10,042	11,333	12,624
Novo 점유율								46.1%	41.2%	36.3%	31.3%	26.4%	26.4%	26.4%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,305	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
한국 (C)								4,153	5,753	7,312	8,648	9,634	11,150	12,729
% of Royalty								0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
1개월 제형 처방인구 수								55	85	122	167	221	256	292
Novo 점유율								46.1%	41.2%	36.3%	31.3%	26.4%	26.4%	26.4%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,333	2,333	2,333	2,333	2,333	2,333	2,333
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
일본 (C')								7,690	10,750	13,775	16,411	18,404	21,429	24,596
% of Royalty								1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%
1개월 제형 처방인구 수								91	142	206	285	379	441	506
Novo 점유율								46.1%	41.2%	36.3%	31.3%	26.4%	26.4%	26.4%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,603	2,603	2,603	2,603	2,603	2,603	2,603
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
복약순응도 (D)								80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
환율(W/\$)								1,415	1,415	1,415	1,415	1,415	1,415	1,415

6.2. 비만치료제 제품 매출

제품 매출의 경우 Base Case 1,2에서는 전방사의 판매 물량 중 한국 및 일본향 물량만 동사가 CDMO를 담당한다고 가정한다. CDMO 매출의 경우 전방사의 매출액 중 일정 부분을 동사가 가져가게 되는데, 제약분야는 관행적으로 전방사 매출액 중 35~40%의 CDMO 매출을 가져간다. 보수적 추정을 위해 35%를 사용하였고, 이는 로열티율이 5%인 것을 감안했을 때 로열티 매출의 7배이므로 7배율을 적용하여 제품 매출을 추정하였다.

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액								500,653	654,319	805,051	942,853	930,354	967,289	1,005,675
YoY(%)									30.69%	23.04%	17.12%	-1.33%	3.97%	3.97%
로열티 매출액								71,522	93,474	115,007	134,693	132,908	138,184	143,668
배율								7	7	7	7	7	7	7

Bull Case의 경우 전방사 노보가 미국에서 판매하는 제품 역시 동사가 CDMO를 통해 공급한다고 가정한다. 다만 전방사가 펩타이드 API를 제조할 수 있는 시설이 있는 미국 소재 공장 3개를 보유하고 있어 모든 물량을 동사가 제조한다고 보기는 어렵다. 따라서 미국으로 판매되는 물량의 1/4만을 동사가 공급한다고 추정하였다.

6.3. 비만치료제 계약금 & 마일스톤 추정

계약금과 마일스톤의 경우 노보와 어센디스 파마의 계약 내용을 차용한다. 다만 판매 마일스톤의 경우 개발/규제 마일스톤과 분리할 수 없어 판매 릴리와 카무루스 계약금액을 사용하였다. 개발/규제 마일스톤은 출시 전까지 발생하므로 동사 투자설명서에서 제시한 예상 계약시점으로부터 출시시점까지 5년간 안분하였다. 판매 마일스톤의 경우, 동사의 다른 계약들이 출시 후 10년까지가 계약기간인 것을 참고, 출시 예정 시점인 30년부터 10년간 안분하였다.

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액			-	191,252	51,652	51,652	51,652	130,880	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228
YoY(%)					-72.99%	0.00%	0.00%	153.39%	-39.47%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
선금금				139,600	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
개발/규제 마일스톤				51,652	51,652	51,652	51,652	51,652	-	-	-	-	-	-
판매 마일스톤				-	-	-	-	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228

6.4. 치매치료제 로열티 매출 & 제품 매출

(1) 국내 치매치료제 로열티 매출

1개월 제형 처방인구 수 * GB-5001A 점유율 * 1개월 제형 추정 연간 ASP * 복약순응도 * 로열티율

① 1개월 제형 처방인구 수

1개월 제형 처방인구 수 추정 산식은 다음과 같다

국내 치매인구 수 * 치매치료제 채택률 * 1개월 제형 점유율

국내 치매인구 수는 2024 보건복지부 치매현황에서 추정된 수치를 사용하였다. 해당 보고서에서 제시한 30년과 50년의 예상 치매인구 수를 기준으로 나머지 연도의 예상 치매인구 수를 선형으로 추정하였다. 치매치료제 채택률의 경우 국민건강보험공단에서 발간한 보고서를 참고하였다. 일반적으로 채택률은 늘어나는 추세이지만 보수적 추정을 위해 flat 처리하였다. 1개월 제형의 점유율의 경우 비만치료제 매출 추정 논리와 동일하게 조현병 치료제 사례를 차용하였다.

(단위: 천 명)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
1개월 제형 처방인구 수						317	384	454	533	617	642	666	691	715
국내 치매인구 수						1,126	1,169	1,212	1,265	1,317	1,369	1,422	1,474	1,526
치매치료제 채택률						93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%	93.7%
1개월 제형 점유율						30%	35%	40%	45%	50%	50%	50%	50%	50%

② GB-5001A 점유율

동사는 투자설명서에서 치매치료제 파이프라인인 GB-5001A가 출시 7년차에 최대 점유율 13~16% 달성할 것이라고 예상하였다. 따라서 동사가 제시한 가이드를 그대로 차용하였다. 보수적 추정을 위해 최대 점유율 범위에서 가장 낮은 수치인 점유율 13%를 달성한다고 가정하고 출시 시점인 29년부터 선형으로 증가한다고 추정하였다.

③ 1개월 제형 추정 연간 ASP & 복약순응도 & 로열티율

1개월 제형 치매치료제의 추정 월 ASP의 경우 동사가 투자설명서에서 제시한 수치를 사용하여 계산하였다. 복약순응도의 경우 동사가 제시한 80%를 사용하였다. 로열티율은 치매치료제 관련 L/O 계약을 참고하였다. AC Immune과 다케다 및 로슈의 계약을 참고했을 때 로열티율은 mid-single digit으로 비만치료제와 동일하며 따라서 4~6%의 평균값인 5%를 사용하였다.

1개월 제형 추정 ASP														
(단위: 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
1달 제형 적정가격			86,700	86,700	86,700	86,700	86,700	86,700	86,700	86,700	86,700	86,700	86,700	86,700
연간 1달 제형 ASP			1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400

국내 치매치료제 로열티 매출														
(단위: 백만 원, 천 명)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액							296	702	1,236	1,907	2,479	3,089	3,736	6,190
YoY (%)								136.96%	76.03%	54.28%	29.97%	24.59%	20.96%	65.68%
1개월 제형 처방인구 수							384	454	533	617	642	666	691	715
GB-5001A 점유율							1.9%	3.7%	5.6%	7.4%	9.3%	11.1%	13.0%	14.9%
1개월 제형 추정 연간 ASP (원)							1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400	1,040,400
복약순응도							80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
로열티율							5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	7%

(2) 해외 치매치료제 로열티 매출 및 치매치료제 제품 매출

GB-5001A 예상 판매 환자 수 * 1개월 제형 추정 연간 ASP * 복약순응도 * 로열티율

산식의 근거는 모두 동사 투자설명서에서 제시한 내용을 참고하였다. 치매치료제 제품 매출의 경우 비만치료제 제품 매출과 동일한 논리를 사용하여 추정하였다. 이를 통해 도출한 해외 치매치료제 로열티 매출과 국내/해외 치매치료제 제품 매출은 다음과 같다.

1개월 제형 추정 ASP														
(단위: 달러)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
1달 제형 ASP			706	706	706	706	706	706	706	706	706	706	706	706
연간 1달 제형 ASP			9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178

해외 치매치료제 로열티 매출														
(단위: 백만 원, 천 명)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액								14,250	29,195	44,866	61,290	78,497	96,516	113,098
YoY (%)									104.87%	53.68%	36.61%	28.07%	22.96%	17.18%
GB-5001A 예상 판매 환자 수								20	40	62	84	108	133	156
1개월 제형 추정 연간 ASP (\$)								9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178	9,178
복약순응도								80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
로열티율								7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
환율								1,415	1,415	1,415	1,415	1,415	1,415	1,415

국내 치매치료제 제품 매출														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액							1,482	3,512	6,182	9,537	12,395	15,443	18,680	30,949
YoY (%)								136.96%	76.03%	54.28%	29.97%	24.59%	20.96%	65.68%
로열티 매출액							296	702	1,236	1,907	2,479	3,089	3,736	6,190
배율							5	5	5	5	5	5	5	5

해외 치매치료제 제품 매출														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액							71,252	145,973	224,329	306,449	392,484	482,581	565,489	
YoY (%)								104.87%	53.68%	36.61%	28.07%	22.96%	17.18%	
로열티 매출액							14,250	29,195	44,866	61,290	78,497	96,516	113,098	
배율							5	5	5	5	5	5	5	

7. Valuation - DCF Method

7.1. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,568,202	1,954,613	2,292,447	2,530,784	2,762,351	2,997,609
YoY(%)	207.6%	3.9%		40.6%	17890.2%	-67.9%	3.0%	7.7%	1682.1%	27.1%	24.6%	17.3%	10.4%	9.2%	8.5%
매출원가	434	579	103	653	672	735	989	8,934	216,788	311,979	410,127	505,074	590,966	659,040	726,108
매출원가율(%)	58.7%	75.2%	64.1%	60.4%	0.3%	1.2%	1.5%	12.9%	17.6%	19.9%	21.0%	22.0%	23.4%	23.9%	24.2%
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	39.6%	99.7%	98.8%	98.5%	87.1%	82.4%	80.1%	79.0%	78.0%	76.6%	76.1%	75.8%
원료비				179	193	208	224	527	111,220	153,172	193,501	229,062	258,416	283,564	309,348
% of Sales				16.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.8%	9.0%	9.8%	10.0%	10.2%	10.3%	10.3%	
인건비	185	185	64	133	143	154	166	392	82,669	113,852	143,828	170,261	192,080	210,772	229,937
% of Sales	25.0%	24.0%	39.6%	12.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	6.7%	7.3%	7.4%	7.4%	7.6%	7.6%	
감가상각비	-	98	28	44	37	41	26	4,785	18,934	40,105	66,880	98,547	131,718	154,090	173,966
% of Sales	0.0%	12.8%	17.5%	4.1%	0.0%	0.1%	0.0%	6.9%	1.5%	2.6%	3.4%	4.3%	5.2%	5.6%	
무형자산상각비				-	2	2	4	23	28	35	42	52	63	76	92
% of Sales				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
기타	249	296	11	296	296	330	568	3,207	3,936	4,815	5,875	7,152	8,689	10,539	12,764
% of Sales	33.7%	38.5%	7.0%	27.4%	0.2%	0.5%	0.9%	4.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	11,123	12,572	13,380	16,470	125,406	164,603	201,317	231,556	253,600	279,516	306,157
판매비율(%)	1818.0%	1424.6%	3519.0%	965.5%	5.7%	20.1%	20.8%	23.8%	10.2%	10.5%	10.3%	10.1%	10.0%	10.1%	
OPM(%)				-925.8%	93.9%	78.7%	77.7%	63.3%	72.3%	69.6%	68.7%	67.9%	66.6%	66.0%	65.6%
경상개발비	10,738	7,666	3,932	7,484	8,067	9,313	10,026	12,717	119,075	157,910	194,235	224,057	245,655	271,091	297,216
% of Sales	1451.4%	997.0%	2437.7%	692.3%	4.1%	14.9%	15.6%	18.4%	9.7%	10.1%	9.9%	9.8%	9.7%	9.8%	
인건비	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075
% of Sales	195.4%	230.6%	633.7%	158.1%	0.9%	3.0%	3.1%	3.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
감가상각비	169	172	85	146	119	130	75	157	164	173	181	190	200	210	220
% of Sales	22.9%	22.4%	52.7%	13.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	5	5	5	5	6	6
% of Sales	0.4%	0.6%	1.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
지급수수료	657	709	429	602	648	749	806	1,022	1,137	1,264	1,405	1,562	1,737	1,931	2,147
% of Sales	88.9%	92.2%	266.0%	55.7%	0.3%	1.2%	1.3%	1.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
기타	437	629	206	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492
% of Sales	59.1%	81.8%	127.6%	45.6%	0.3%	0.8%	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	

동사는 연구개발인력 중심의 고정비 비중이 높으나, CDMO 비중이 늘어날수록 상대적으로 변동비 비중이 확대될 가능성이 높다. 실제로 각 케이스별 추정에서 CDMO가 매출에서 차지하는 비중이 높아질수록 GPM이 상대적으로 줄어드는 모습을 확인할 수 있다.

①원재료비의 경우, 전체 매출 중 제품(CDMO) 비중이 높아질수록 해당 매출과 비례해서 늘어날 가능성이 높다. 따라서 삼성바이오로직스, WuXi 등 주요 CDMO의 매출액 대비 원재료비 비중의 평균을 참조하여 향후 CDMO 매출과 비례해 계산하였다. [Appx. 8]

인건비 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출원가	185	185	64	133	143	154	166	392	82,669	115,802	149,135	181,084	192,080	210,772	229,937
판매비와관리비	4,228	4,330	2,319	4,149	4,314	4,660	4,876	5,555	8,706	9,768	11,007	12,459	14,164	16,170	18,536
경상개발비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	3,478	4,173	5,008	6,009	7,211	8,653	10,384	12,461
기타	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075

②인건비의 경우, 매출원가와 판매비와관리비로 인원을 나눠 별도로 추정하였다. 매출원가의 경우, 향후 동사의 위탁생산 규모가 커질수록 비례해서 총원이 이뤄지는 변동비적 성격이 존재한다. 이에 따라, 주요 CDMO 업체들의 매출 대비 인건비 비중의 활용해 향후 동사의 CDMO 매출과 연동하여 추정하였다. 판매비와관리비의 경우, 동사의 상장 직후 자금 활용 계획을 참고하여 연구개발인력을 중심으로 채용을 확대한다고 가정했다. 그 외 인원은 공장을 증설하고 매출이 확대되는 30년에 총원이 이뤄진다고 가정했다. [Appx. 9]

③감가상각비 및 무형자산상각비의 경우, 유지 CapEx와 확장 CapEx를 별도로 나눠 추정하였다. [투자포인트 2.]에서 언급했듯, 동사는 기존 연구개발 중심의 투자에서 벗어나 대량생산을 목적으로 제1 GMP 공장 증축과 제2 GMP 공장 신축을 진행하고 있다. 이에 따라 기존 자산에 대한 상각비는 판매비와관리비 및 경상개발비, 위 목적에 따른 신규 설비에 대한 상각비는 매출원가로 자산의 성격에 따라 상각비를 구분하여 안분하였다. [Appx. 10]

감가상각비 및 무형자산상각비 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
감가상각비 및 무형자산상각비	1,702	1,834	906	1,548	1,278	1,398	856	6,534	22,216	44,018	71,549	104,121	138,378	162,051	183,487
감가상각비	1,657	1,769	865	1,467	1,194	1,305	759	6,293	21,926	43,670	71,131	103,620	137,777	161,330	182,621
건물	179	179	89	178	178	191	196	393	402	412	421	430	440	449	458
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	1,581	1,585	1,590	1,595	1,599	1,604	1,604	1,604
비품	124	115	56	97	8	13	18	171	2,624	6,002	10,271	15,319	18,570	21,450	24,009
연구장비	350	717	361	706	751	804	199	276	398	567	776	1,014	1,267	1,469	1,649
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	3,581	13,498	27,161	44,425	64,863	87,897	103,289	117,238
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	3,305	7,805	13,491	20,222	27,808	32,877	37,471
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192
무형자산상각비	46	64	41	82	84	93	97	242	290	348	418	501	602	722	866
매출권가	-	98	28	44	37	41	26	4,785	18,934	40,105	66,880	98,547	131,718	154,090	173,966
감가상각비	-	98	28	43	35	38	22	4,762	18,906	40,070	66,838	98,495	131,655	154,014	173,874
무형자산상각비	-	-	-	1	2	2	4	23	28	35	42	52	63	76	92
% of 상각비	0.0%	5.4%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
판매비와관리비	172	177	87	150	122	133	77	161	169	177	186	195	205	215	226
감가상각비	169	172	85	146	119	130	75	157	164	173	181	190	200	210	220
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	5	5	5	5	6	6
% of 상각비	10.1%	9.6%	9.6%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
경상개발비	1,531	1,559	790	1,354	1,119	1,224	752	1,588	3,113	3,735	4,482	5,379	6,455	7,746	9,295
감가상각비	1,488	1,499	752	1,278	1,040	1,137	661	1,374	2,856	3,427	4,112	4,934	5,921	7,106	8,527
무형자산상각비	43	60	39	76	79	87	91	214	257	309	370	444	533	640	768
% of 상각비	89.9%	85.0%	87.3%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%

제 2 GMP 공장 신축 관련 상세내역

(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E
합계	3,910	13,481	23,496
건물	3,110	4,610	-
건축설계	120	-	-
감리비	60	140	-
건물/구축물공사	2,880	4,320	-
기타	50	150	-
설비	800	8,871	23,496
개념설계	700	-	-
공정설계	100	100	-
생산 장비	-	1,762	4,112
QC 장비	-	1,511	3,525
Utility 설비	-	2,060	4,805
공사비	-	3,438	6,384
기타 비품 등	-	-	410
Data Integrity System 구축	-	-	4,260

설비 신설 및 매입 계획

(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E
제 2 GMP 공장 신축	3,910	13,481	23,496
건물	3,110	4,610	-
시설장치	302	3,396	7,215
비품	18	80	771
기계장치	480	5,396	15,510
제 1 GMP 공장 증축	-	3,000	-
비품	-	153	-
기계장치	-	2,847	-

경상개발비 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	11,629	7,666	3,932	7,484	8,067	9,313	10,026	12,717	119,075	160,935	202,594	241,238	245,655	271,091	297,216
직접연구비	7,316	3,551	1,845	3,690	4,428	5,313	6,376	7,651	111,789	152,192	192,102	228,648	230,547	252,961	275,461
인건비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	3,478	4,173	5,008	6,009	7,211	8,653	10,384	12,461
감가상각비 & 무형자산상각비	1,531	1,559	790	1,354	1,119	1,224	752	1,588	3,113	3,735	4,482	5,379	6,455	7,746	9,295

④경상개발비의 경우, 직접연구비, 인건비, 상각비로 나눠 별도로 추정하였다. 직접연구비의 경우, 향후 계약금 및 마일스톤, 로열티 매출이 본격화될 경우, 신규 연구개발이 본격화된다고 가정하여 비례해 늘어난다고 추정하였다. 이를 위해, 주요 빅파마의 매출액 대비 R&D 비중을 활용하여 로열티 매출액과 연동하여 추정하였다. 인건비는 현재 자금활용 계획에 따른 인력 증원을 감안하고, 장기적으로는 직접연구비와 동행하여 늘어난다고 추정하였다. [Appx. 12]

기타 매출원가 및 기타 판매비와관리비는 성격에 따라 타 계정에 비례하거나, 추정상 어려움이 있어 Flat으로 처리하여 추정하였다. 다른 케이스별 매출원가 및 판매비와관리비 추정 Table은 Appendix에 수록하였다. [Appx. 13]

7.2. 영업외비용 추정

금융손익 추정															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
금융수익	3,715	486	313	409	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
이자수익	126	403	96	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
외환차익	20	14	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
외화환산이익	1	52	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
파생상품부채 평가이익	199	17	215	215	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
당기손익-공정가치금융부채 평가이익	3,369	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
금융비용	1,192	72,936	447	884	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874
이자비용	1,143	2,444	437	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874
외환차손	45	6	9	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
외화환산손실	0	5	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
파생상품부채 평가손실	-	17,307	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
당기손익-공정가치금융부채 평가손실	4	53,175	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

이자손익 추정	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)															
이자수익	126	403	96	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
유효이자율(%)	0.8%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
이자부자산	15,191	10,226	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825	4,825
현금및현금성자산	11,646	10,017	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788	4,788
단기금융상품	3,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타유동금융자산	357	190	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
기타비유동금융자산	189	19	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
이자비용	1,143	2,444	437	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874
유효이자율(%)	15.1%	36.2%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
이자부채	7,585	6,756	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421	6,421
단기차입금	1,350	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266	1,266
유동성장기차입금	4,167	4,065	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055
장기차입금	2,068	1,424	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100

①금융손익의 경우, 이자손익을 중심으로 추정하였다. 이자손익의 경우, 각각 이자부자산과 이자 부채에 따른 유효이자율을 산정해 추정하였다.

법인세비용 - Bull Case	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)															
법인세차감전순이익	(10,486)	(83,255)	(5,750)	(10,496)	181,986	48,436	49,228	43,126	890,718	1,110,211	1,395,029	1,662,143	1,682,057	1,819,692	1,961,715
법인세비용(수익)	-	-	-	-	41,577	10,727	10,910	9,500	224,788	282,734	357,926	428,444	433,701	470,037	507,531
유효세율(%)	-	-	-	-	22.8%	22.1%	22.2%	22.0%	25.2%	25.5%	25.7%	25.8%	25.8%	25.8%	25.9%

②기타손익의 경우, 합리적인 추정이 어려우므로 성격에 따라 avg. Flat 또는 0으로 추정하였다.

③법인세비용의 경우, 구간별 유효세율을 적용하여 추정하였다. [Appx. 16]

상기 논의를 종합한 포괄손익계산서는 다음과 같다.

포괄손익계산서 - Bull Case	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)															
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,568,202	1,954,613	2,292,447	2,530,784	2,762,351	2,997,609
YoY(%)	207.6%	3.9%	-	40.6%	17890.2%	-67.9%	3.0%	7.7%	1682.1%	27.1%	24.6%	17.3%	10.4%	9.2%	8.5%
매출원가	434	579	103	653	672	735	989	8,934	216,788	311,979	410,127	505,074	590,966	659,040	726,108
매출총이익	306	190	58	428	193,803	61,702	63,302	60,289	1,016,818	1,256,222	1,544,487	1,787,373	1,939,817	2,103,310	2,271,501
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	39.6%	99.7%	98.8%	98.5%	87.1%	82.4%	80.1%	79.0%	78.0%	76.6%	76.1%	75.8%
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	11,123	12,572	13,380	16,470	125,406	164,603	201,317	231,556	253,600	279,516	306,157
영업이익	(13,144)	(10,764)	(5,618)	(10,008)	182,680	49,130	49,922	43,820	891,412	1,091,619	1,343,170	1,555,818	1,686,217	1,823,794	1,965,344
OPM(%)	-1776.7%	-1399.8%	-3483.1%	-925.8%	93.9%	78.7%	77.7%	63.3%	72.3%	69.6%	68.7%	67.9%	66.6%	66.0%	65.6%
금융수익	3,715	486	313	409	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
금융비용	1,192	72,936	447	884	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874
기타수익	144	20	4	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
기타비용	8	60	2	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
법인세차감전순이익	(10,486)	(83,255)	(5,750)	(10,496)	181,986	48,436	49,228	43,126	890,718	1,090,925	1,342,476	1,555,124	1,685,523	1,823,100	1,964,650
법인세비용(수익)	-	-	-	-	41,577	10,727	10,910	9,500	224,788	277,642	344,052	400,191	434,616	470,937	508,306
당기순이익	(10,486)	(83,255)	(5,750)	(10,496)	140,409	37,709	38,319	33,626	665,931	813,283	998,424	1,154,933	1,250,907	1,352,164	1,456,344
NPM(%)	-1417.4%	-10827.3%	-3564.8%	-970.9%	72.2%	60.4%	59.6%	48.6%	54.0%	51.9%	51.1%	50.4%	49.4%	48.9%	48.6%

포괄손익계산서 - Base Case 1	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)															
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	815,856	1,043,008	1,334,203	1,600,516	1,796,691	2,023,119	2,253,203
YoY(%)	207.6%	3.9%	-	40.6%	17890.2%	-67.9%	3.0%	7.7%	1078.6%	27.8%	29.0%	20.0%	12.3%	12.6%	11.4%
매출원가	434	579	103	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376
매출총이익	306	190	58	304	193,680	61,561	63,057	59,396	750,233	932,727	1,174,837	1,389,303	1,532,250	1,701,013	1,871,827
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	28.1%	99.6%	98.6%	98.1%	85.8%	60.8%	59.5%	60.1%	60.6%	60.5%	61.6%	62.4%
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	10,721	11,642	11,769	13,649	124,318	162,632	198,224	227,051	247,329	271,045	294,959
영업이익	(13,144)	(10,764)	(5,618)	(10,133)	182,960	49,919	51,288	45,747	625,915	770,095	976,613	1,162,252	1,288,922	1,429,969	1,576,868
OPM(%)	-1776.7%	-1399.8%	-3483.1%	-937.4%	94.1%	80.0%	79.8%	66.1%	76.7%	73.8%	73.2%	72.6%	71.5%	70.7%	70.0%
금융수익	3,715	486	313	409	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
금융비용	1,192	72,936	447	884	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874
기타수익	144	20	4	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
기타비용	8	60	2	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
법인세차감전순이익	(10,486)	(83,255)	(5,750)	(10,620)	182,266	49,225	50,594	45,053	625,221	769,401	975,919	1,161,558	1,284,228	1,429,275	1,576,174
법인세비용(수익)	-	-	-	-	41,641	10,909	11,225	9,945	154,696	192,760	247,281	296,289	328,674	366,967	405,748
당기순이익	(10,486)	(83,255)	(5,750)	(10,620)	140,624	38,316	39,369	35,108	470,525	576,641	728,638	865,269	955,554	1,062,308	1,170,426
NPM(%)	-1417.4%	-10827.3%	-3564.8%	-982.4%	72.3%	61.4%	61.2%	50.7%	57.7%	55.3%	54.6%	54.1%	53.2%	52.5%	51.9%

포괄손익계산서 - Base Case 2	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)															
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	275,991	400,629	560,798	842,882	1,125,935	1,378,784	1,593,336
YoY(%)	207.6%	3.9%	-	40.6%	17890.2%	-67.9%	3.0%	7.7%	298.7%	45.2%	40.0%	50.3%	33.6%	22.5%	15.6%
매출원가	434	579	103	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376
매출총이익	306	190	58	304	193,680	61,561	63,057	59,396	210,367	290,348	401,432	631,669	861,495	1,056,678	1,211,960
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	28.1%	99.6%	98.6%	98.1%	85.8%	71.1%	71.8%	70.5%	74.6%	74.0%	73.8%	70.4%
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	10,721	11,642	11,769	13,283	21,466	34,307	44,234	76,404	115,823	146,983	170,248
영업이익	(13,144)	(10,764)	(5,618)	(10,133)	182,960	49,919	51,288	46,113	188,902	256,041	357,198	555,265	745,672	909,695	1,041,713
OPM(%)	-1776.7%	-1399.8%	-3483.1%	-937.4%	94.1%	80.0%	79.8%	66.6%	68.4%	63.9%	63.7%	65.9%	66.2%	66.0%	65.4%
금융수익	3,715	486	313	409	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
금융비용	1,192	72,936	447	884	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874	874
기타수익	144	20	4	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
기타비용	8	60	2	26	26	26									

7.2. Valuation - DCF Method

(1) Why DCF Method

동사의 가치를 평가하기 위해 DCF Method를 채택하였다. 현재는 매출이 본격적으로 발생하지 않고 투자를 위한 지출을 늘리는 단계에 있지만, 향후 미립구 제형 장기지속형 주사제 플랫폼이 주요 빅파마와 계약이 이뤄져 향후 수천억 원 이상의 현금흐름이 창출될 전망이다. 따라서 주요 빅파마와 L/O 등의 계약으로 인한 장기적 현금흐름과 이와 연계해 위탁생산을 맡아 본격적으로 성장할 잠재력을 온전하게 평가기 위해서는 DCF Method를 채택하는 것이 합리적이다.

(2) 순운전자본 및 CapEx 추정

순운전자본 추정 - Bull Case														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,568,202	1,954,613	2,292,447	2,530,784	2,762,351	2,997,609
CDMO			929	1,001	1,078	1,161	2,732	576,763	794,316	1,003,453	1,187,867	1,340,092	1,470,500	1,604,214
매출원가	434	579	653	672	735	989	8,934	216,788	311,979	410,127	505,074	590,966	659,040	726,108
순운전자본	(942)	(1,016)	(143)	85,960	27,121	27,368	10,224	506,508	727,015	1,019,998	1,386,233	1,870,261	2,041,126	2,217,743
순운전자본의 변동			872	86,103	(58,839)	247	(17,143)	496,283	220,507	292,983	366,235	484,028	170,865	176,617
운전자산	564	242	1,600	87,754	29,085	30,010	34,098	661,356	949,857	1,312,946	1,747,000	2,292,380	2,511,869	2,736,391
매출채권	564	242	481	86,549	27,787	28,612	30,807	300,880	382,488	476,735	559,133	617,264	673,744	731,124
회전기일	1.3x	3.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x
회전기일	278	115	162	162	162	162	162	89	89	89	89	89	89	89
재고자산			1,119	1,205	1,298	1,398	3,291	360,477	567,369	836,211	1,187,867	1,675,115	1,838,125	2,005,267
회전기일			0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	1.6x	1.4x	1.2x	1.0x	0.8x	0.8x	0.8x
회전기일			440	440	440	440	440	228	261	304	365	456	456	456
운전부채	1,506	1,257	1,744	1,795	1,964	2,642	23,874	154,849	222,842	292,948	360,767	422,119	470,743	518,648
매입채무	1,506	1,257	1,744	1,795	1,964	2,642	23,874	154,849	222,842	292,948	360,767	422,119	470,743	518,648
회전기일	0.3x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x
회전기일	1,267	793	975	975	975	975	975	261	261	261	261	261	261	261

①순운전자본의 변동을 추정하기 위해 매출채권, 재고자산, 매입채무의 회전율을 기반으로 매출액 및 매출원가와 연동해 계산하였다. 이를 추정하기 위해 지난 2년의 회전율 평균을 활용하였지만, CDMO의 매출이 본격화될 것으로 예상하는 30년부터는 회전율이 달라지므로, 해당 연도부터는 삼성바이오로직스의 24년 지표를 활용해 추정하였다. [Appx. 14]

②감가상각비 및 무형자산상각비 & CapEx는 증설에 따른 추정 이후, CDMO 및 로열티 매출이 본격화되고 연구개발이 늘어나면서 매출과 비례해 주요 자산에 대한 지출 또한 늘어난다고 가정하고 이에 따라 CapEx를 추정해 추정하였다. [Appx.10]

(3) WACC 추정

베타 선정 논리									WACC 추정		
Public Company	Observed Beta	MKT Cap	IBD	Debt/Equity	Debt/TIC	Tax Rate	Unlevered Beta	Re-Levered Beta	Cost of Equity	10.5%	CAPM
펩트론	1.46	6,307,343	9,595	0.2%	0.2%	23.1%	1.45	1.48	Risk free rate	3.1%	국고채 10Y
인벤티지랩	1.44	630,823	35,401	5.6%	5.3%	23.1%	1.38	1.40	Beta	1.51	5Y Weekly
알테오젠	1.61	26,137,577	125,681	0.5%	0.5%	23.1%	1.60	1.62	ERP	4.9%	다모단란
리가켄바이오	1.54	5,359,753	87,847	1.6%	1.6%	23.1%	1.52	1.55	COD	4.4%	
Maximum	1.61			5.6%	5.3%		1.60	1.62	(가중평균)유효이자율	4.4%	3Y Average
Average	1.51			2.0%	1.9%		1.49	1.51	WACC	10.5%	
Median	1.50			1.1%	1.0%		1.49	1.51	t	26.4%	
Minimum	1.44			0.2%	0.2%		1.38	1.40	E (MKT Cap)	905	
Selected(Average)	1.51			2.0%	1.9%		1.49	1.51	D (IBD)	7,604	
									연구성장률 g	1.0%	금융감독원

최종적인 WACC은 10.5%를 도출하여 적용하였다. 주요 가정은 다음과 같다. COE 무위험이자율은 국고채 10년 금리 3.06%을 채택했다. 시장위험프리미엄은 4.9%를 채택했다. 국내 상장사 중 약물 전달 플랫폼 기술을 주력으로 하는 업체를 PEER 그룹으로 선정해 Beta를 구하였다. 영구성장률 g는 금융감독원의 지침을 활용해 1.0%를 채택하였다.

(4) 최종 DCF Valuation Table

DCF Table - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	Terminal
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,568,202	1,954,613	2,292,447	2,530,784	2,762,351	2,997,609	
매출원가	434	579	653	672	735	989	8,934	216,788	311,979	410,127	505,074	590,966	659,040	726,108	
판매비와관리비	13,450	10,954	10,437	11,123	12,572	13,380	16,470	125,406	164,603	201,317	231,556	253,600	279,516	306,157	
영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,008)	182,680	49,130	49,922	43,820	891,412	1,091,619	1,343,170	1,555,818	1,686,217	1,823,794	1,965,344	
법인세비용	-	-	-	41,577	10,727	10,910	9,500	224,788	277,642	344,052	400,191	434,616	470,937	508,306	
세후영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,008)	141,103	38,403	39,012	34,319	666,624	813,977	999,118	1,155,627	1,251,601	1,352,858	1,457,038	
(+) 감가상각비			1,548	1,278	1,398	856	1,175	16,856	38,658	66,189	98,762	133,018	156,692	178,127	
(-) 순운전자본의 변동			872	86,103	(58,839)	247	(17,143)	496,283	220,507	292,983	366,235	484,028	170,865	176,617	
(-) 자본적지출			4,796	17,129	24,199	767	1,038	77,262	106,139	133,890	158,341	178,496	195,807	213,552	
FCFF			(14,128)	39,148	74,441	38,854	51,600	109,935	525,989	638,433	729,813	722,095	1,142,878	1,244,996	13,301,316
할인기간			0.17	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17	6.17	7.17	8.17	9.17	10.17	11.17	12.17
할인계수	ACC: 10.45%		98.4%	89.0%	80.6%	73.0%	66.1%	59.8%	54.2%	49.0%	44.4%	40.2%	36.4%	32.9%	29.8%
FCFF의 현재가치			(13,895)	34,859	60,012	28,358	34,097	65,769	284,893	313,070	324,010	290,243	415,898	410,181	3,967,549
누적 현재가치	2,247,494														
Terminal Value 현재가치	3,967,549														Terminal Value(g=1.0%)
영업가치	6,215,043														

(5) 밸류에이션에 대한 소고 및 정리

동사의 영업가치를 평가한 후, 무상 증자를 반영한 목표주가 산정한 결과는 다음과 같다.

DCF Valuation - Bull Case		DCF Valuation - Base Case 1		DCF Valuation - Base Case 2	
(단위: 백만 원)		(단위: 백만 원)		(단위: 백만 원)	
영업가치 (Enterprise Value)	6,213,396	영업가치 (Enterprise Value)	5,210,405	영업가치 (Enterprise Value)	2,785,573
(+) 비영업자산 (Non-Operating Asset)	4,825	(+) 비영업자산 (Non-Operating Asset)	4,825	(+) 비영업자산 (Non-Operating Asset)	4,825
기업가치 (Firm Value)	6,208,571	기업가치 (Firm Value)	5,205,580	기업가치 (Firm Value)	2,780,748
(-) 이자발생부채 (Interest Bearing Debt)	6,421	(-) 이자발생부채 (Interest Bearing Debt)	6,421	(-) 이자발생부채 (Interest Bearing Debt)	6,421
시가총액 (Equity Value)	6,202,150	시가총액 (Equity Value)	5,199,159	시가총액 (Equity Value)	2,774,327
유통가능주식수 (주)	16,258,566	유통가능주식수 (주)	16,258,566	유통가능주식수 (주)	16,258,566
목표주가 (원)	381,500	목표주가 (원)	319,800	목표주가 (원)	170,700
현재주가 (원)	55,696	현재주가 (원)	55,696	현재주가 (원)	55,696
상승여력 (%)	585.0%	상승여력 (%)	474.2%	상승여력 (%)	206.5%

플랫폼의 시간, 생산의 시간, 그리고 지금. 동사는 아직 주가로 말하지 않았다. 그러나 전방 산업이 플랫폼을 요구하는 시점에, 동사는 막 개선된 PK와 확장된 CAPA를 들고 등장했다. 상장 후 반년이 채 지나지 않은 지금이야말로, 알려지지 않았다는 사실이 오히려 기회인 구간이다.

전방이 원하는 조건은 적합한 PK 프로파일과 이를 양산할 수 있는 CAPA다. Base Case 1은 일본과 국내 물량을, Bull Case는 미국 일부 물량까지 확보한다. 동사는 충분한 물량을 생산할 수 있고, 선택은 이제 전방의 몫이다. 선택이 이뤄지는 순간부터는 물량을 따라가는 간명한 구조다.

비록 DCF는 시점을 엄밀히 제시하기 어렵지만, 플랫폼 기업의 특성 상, 동사 시나리오의 메인 트리거인 노보와의 계약 체결 시기를 가능해볼 수 있다. 알테오젠이 20년 6월 기술이전계약 후 21년 4월 임상 1상을 개시하였고, 어센디스 파마와 카무루스 역시 모두 임상 1상 전 기술이전계약이 체결되었다. 당장 동사의 'GB- 7001'에 대한 국내 임상 1상은 26년 상반기 예정이기에 이르면 올해 말, 늦어도 내년 상반기에는 기술계약체결을 기대해볼 수 있다.

나아가, 릴리의 펩트론과의 기술이전계약은 [투자포인트 1.]에서 전술했듯, 노보의 선택을 더욱 촉구할 것이다. 이는 곧 동사의 주가에 호재로 작용할 가능성이 높다. 노보의 선택을 받은 이후에는 CMO 물량 확보 수준을 트래킹하며, 동사의 CMO 제품 매출을 가능해보는 것을 추천한다.

3개월 제형은 Case에 반영하진 않았으나, 동사의 Bull Case가 담지 못하는 그 이상의 꿈을 보여주는 드라이버이다. 단지 시점상 PK가 아직 명확히 공개되지 않았을 뿐, 제형의 방향성은 구조적으로 정해져 있다. 1개월 이상 제형만을 반영한, 어쩌면 보수적일 수 있는 Bull Case조차, 동사의 생산기술이 지닌 파급력을 다 담지 못한다. 그렇기에 동사의 꿈은 더욱 더 커지고 있다.

PK 프로파일과 함께 거대한 CAPA를 장착하고 등장할 동사는 전방의 선택을 받을 수밖에 없다. Base Case 1 기준, 목표주가 319,800원, 상승여력 474.2%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

Appendix.

Appx 1. BS, CF

지투지바이오 재무상태표					지투지바이오 현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1H25	(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1H25
자산총계	25,125	31,549	25,345	19,264	영업활동현금흐름	(8,543)	(10,951)	(7,968)	(4,569)
유동자산	6,109	15,915	10,743	5,245	당기순이익(손실)	15,062	(10,486)	(83,255)	(5,750)
현금및현금성자산	4,817	11,646	10,017	4,788	수익비용의 가감	(23,911)	78	75,240	1,399
단기금융상품	-	3,000	-	-	감가상각비	1,399	1,657	1,769	865
매출채권 및 기타채권	509	564	242	296	무형자산상각비	33	46	64	41
기타유동금융자산	336	357	190	17	퇴직급여	258	335	338	181
기타유동자산	440	342	227	125	이자수익	(43)	(126)	(403)	(96)
당기법인세자산	6	6	67	19	이자비용	589	1,143	2,444	437
비유동자산	19,017	15,634	14,602	14,019	외화환산이익	(4)	(1)	(52)	(0)
유형자산	17,849	14,752	13,708	12,924	외화환산손실	0	0	5	1
무형자산	196	253	329	383	당기손익-공정가치금융부채평가이익	(26,782)	(3,369)	-	-
기타비유동금융자산	626	189	19	20	당기손익-공정가치금융부채평가손실	10	4	53,175	-
기타비유동자산	345	440	545	692	파생상품부채평가이익	-	(199)	(17)	(215)
부채	55,093	69,842	144,884	9,750	파생상품부채평가손실	-	-	17,307	-
유동부채	46,379	65,978	141,722	6,697	주식보상비용	619	713	593	187
매입채무 및 기타채무	1,506	1,257	1,028	744	유형자산처분손실	9	0	12	-
단기차입금	1,350	1,350	1,266	1,266	무형자산폐기손실	-	-	5	-
유동성장기차입금	800	4,167	4,065	4,055	유형자산처분이익	-	(126)	-	-
상환전환우선주부채	41,548	41,064	99,010	-	운전자본의 증감	893	176	230	(102)
전환사채	-	6,407	7,825	-	매출채권의 감소(증가)	(214)	39	138	(78)
파생상품부채	-	11,213	27,870	-	미수금의 감소(증가)	60	(10)	146	(9)
단기리스부채	1,017	322	346	342	미지급금의 증가(감소)	1,692	301	102	(110)
기타유동부채	158	197	312	291	계약부채의 증가(감소)	189	(47)	(9)	(15)
비유동부채	8,714	3,864	3,162	3,053	복구충당부채의 증가(감소)	(9)	-	-	-
장기매입채무 및 기타비유동채무	332	446	446	446	퇴직연금의 감소(증가)	(402)	(222)	(450)	-
장기차입금	5,225	2,068	1,424	1,100	퇴직급여의 지급	(14)	-	(44)	(18)
확정급여채무	145	309	260	557	기타유동부채의 증가(감소)	(18)	32	122	(30)
장기리스부채	2,871	936	912	842	기타비유동자산의 감소(증가)	(390)	71	218	156
기타비유동부채	141	106	120	108	기타비유동자산의 감소(증가)	-	-	-	(1)
자본	(29,968)	(38,293)	(119,539)	9,514	기타비유동부채의 증가(감소)	-	12	6	3
자본금	666	698	744	2,224	이자지급(영업)	(629)	(754)	(473)	(242)
자본잉여금	2,998	4,346	6,645	139,885	이자수취	39	36	350	77
기타자본구성요소	1,151	1,864	2,114	2,252	법인세환급(납부)	3	0	(61)	48
기타포괄손익누계액	282	401	(78)	-	투자활동현금흐름	(5,899)	(3,980)	2,132	(330)
이익잉여금(결손금)	(35,065)	(45,603)	(128,964)	(134,847)	단기금융상품의 처분	-	-	3,000	-
자본과부채총계	25,125	31,549	25,345	19,264	장기선급금의 감소(증가)	(223)	(168)	(260)	(245)
					임차보증금의 감소	8	-	21	-
					유형자산의 취득	(5,679)	(802)	(577)	(81)
					무형자산의 취득	(6)	(0)	(6)	(4)
					단기금융상품의 취득	-	(3,000)	-	-
					임차보증금의 증가	-	(10)	(45)	-
					재무활동현금흐름	10,482	21,760	4,155	(330)
					유상증자	73	1,380	713	120
					단기차입금의 차입	-	640	-	-
					장기차입금의 차입	1,022	636	-	-
					상환전환우선주부채의 증가	9,813	3,000	4,523	-
					전환사채의 증가	-	17,400	-	-
					단기차입금의 상환	-	(640)	(84)	-
					유동성장기차입금의 상환	(125)	(426)	(864)	(376)
					리스부채의 지급	(300)	(230)	(132)	(74)
					환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	(3,960)	6,828	(1,681)	(5,229)
					현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(0)	0	52	(0)
					현금및현금성자산의 순증가(감소)	(3,961)	6,829	(1,629)	(5,229)
					기초현금및현금성자산	8,778	4,817	11,646	10,017
					기말현금및현금성자산	4,817	11,646	10,017	4,788

Appx2. 최종 매출 테이블 - Bull Case, Base Case 2

최종 매출 테이블 - Bull Case														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
전체 매출	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,595,460	2,029,363	2,445,497	2,530,784	2,762,351	2,997,609
YoY(%)	207.60%	3.93%	40.58%	17890.24%	-67.89%	2.97%	7.67%	1682.07%	29.33%	27.20%	20.51%	3.49%	9.15%	8.52%
비만치료제			-	191,252	51,652	51,652	51,652	1,121,109	1,389,990	1,704,505	1,990,249	1,968,507	2,087,934	2,208,829
% of Sales			0.00%	98.34%	82.73%	80.34%	74.62%	90.88%	87.12%	83.99%	81.38%	77.78%	75.59%	73.69%
로열티 매출			-	-	-	-	-	489,576	656,443	820,226	968,168	958,924	1,041,417	1,123,926
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	39.69%	41.14%	39.59%	37.89%	37.70%	37.49%	
제품 매출(CDMO)			-	-	-	-	-	500,653	654,319	805,051	942,853	930,354	967,289	1,005,675
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.58%	41.01%	39.67%	38.55%	36.76%	35.02%	33.55%
계약금&마일스톤			-	191,252	51,652	51,652	51,652	130,880	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228
% of Sales			0.00%	98.34%	82.73%	80.34%	74.62%	10.61%	4.97%	3.90%	3.24%	3.13%	2.87%	2.64%
치매치료제			152	2,222	9,707	11,478	16,321	111,152	204,020	323,297	453,566	560,466	672,466	786,679
% of Sales			14.06%	1.14%	15.55%	17.85%	23.58%	9.01%	12.79%	15.93%	18.55%	22.15%	24.34%	26.24%
로열티 매출			-	-	-	-	296	14,953	30,431	46,773	63,769	81,585	100,252	119,288
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.43%	1.21%	1.91%	2.30%	2.61%	3.22%	3.63%	3.98%
제품 매출(CDMO)			-	-	-	-	1,482	74,764	152,154	233,866	318,844	407,927	501,260	596,438
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.14%	6.06%	9.54%	11.52%	13.04%	16.12%	18.15%	19.90%
계약금&마일스톤			152	2,222	9,707	11,478	14,543	21,435	21,435	42,657	70,954	70,954	70,954	70,954
% of Sales			14.06%	1.14%	15.55%	17.85%	21.01%	1.74%	1.34%	2.10%	2.90%	2.80%	2.57%	2.37%
기타			929	1,001	1,078	1,161	1,250	1,346	1,450	1,561	1,682	1,811	1,951	2,101
% of Sales			85.94%	0.51%	1.73%	1.81%	1.81%	0.11%	0.09%	0.08%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%

최종 매출 테이블 - Base Case2														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
전체 매출	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	275,991	400,629	560,798	842,882	1,125,935	1,378,784	1,593,336
YoY(%)	207.60%	3.93%	40.58%	17890.24%	-67.89%	2.97%	7.67%	298.70%	45.16%	39.98%	50.30%	33.58%	22.46%	15.56%
비만치료제			-	191,252	51,652	51,652	51,652	163,493	195,158	235,940	387,634	563,658	704,367	804,556
% of Sales			0.00%	98.34%	82.73%	80.34%	74.62%	59.24%	48.71%	42.07%	45.99%	50.06%	51.09%	50.50%
로열티 매출			-	-	-	-	-	27,218	65,673	89,776	213,241	368,197	484,585	564,491
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.86%	16.39%	16.01%	25.30%	32.70%	35.15%	37.43%
제품 매출(CDMO)			-	-	-	-	-	5,395	50,257	66,936	95,165	116,233	140,554	160,837
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.95%	12.54%	11.94%	11.29%	10.32%	10.19%	10.09%
계약금&마일스톤			-	191,252	51,652	51,652	51,652	130,880	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228	79,228
% of Sales			0.00%	98.34%	82.73%	80.34%	74.62%	47.42%	19.78%	14.13%	9.40%	7.04%	5.75%	4.97%
치매치료제			152	2,222	9,707	11,478	16,321	111,152	204,020	323,297	453,566	560,466	672,466	786,679
% of Sales			14.06%	1.14%	15.55%	17.85%	23.58%	40.27%	50.93%	57.65%	53.81%	49.78%	48.77%	49.37%
로열티 매출			-	-	-	-	296	14,953	30,431	46,773	63,769	81,585	100,252	119,288
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.43%	5.42%	7.60%	8.34%	7.57%	7.25%	7.27%	7.49%
제품 매출(CDMO)			-	-	-	-	1,482	74,764	152,154	233,866	318,844	407,927	501,260	596,438
% of Sales			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.14%	27.09%	37.98%	41.70%	37.83%	36.23%	36.36%	37.43%
계약금&마일스톤			152	2,222	9,707	11,478	14,543	21,435	21,435	42,657	70,954	70,954	70,954	70,954
% of Sales			14.06%	1.14%	15.55%	17.85%	21.01%	7.77%	5.35%	7.61%	8.42%	6.30%	5.15%	4.45%
기타			929	1,001	1,078	1,161	1,250	1,346	1,450	1,561	1,682	1,811	1,951	2,101
% of Sales			85.94%	0.51%	1.73%	1.81%	1.81%	0.49%	0.36%	0.28%	0.20%	0.16%	0.14%	0.13%

Appx 3. 1개월 제형 비만 치료제 처방인구 수

1개월 제형 비만 치료제 처방인구 수														
(단위: 천 명)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
미국								3,021	4,250	5,698	7,370	9,271	9,335	9,401
유럽								1,632	2,458	3,448	4,604	5,924	6,686	7,448
아시아								2,746	4,150	5,845	7,804	10,042	11,333	12,624
한국								55	85	122	167	221	256	292
일본								91	142	206	285	379	441	506
처방인구 수														
미국	563	1,291	2,183	2,951	4,676	6,449	8,270	10,070	11,896	13,747	15,623	17,525	17,647	17,771
유럽			484	1,104	1,867	2,525	4,000	5,440	6,880	8,319	9,759	11,199	12,639	14,079
아시아			785	1,806	3,078	4,197	6,704	9,152	11,616	14,101	16,542	18,982	21,423	23,863
한국			15	34	59	81	130	182	237	294	355	418	484	552
일본			23	54	94	131	213	302	397	497	604	716	833	957
성인인구 수														
미국	335,900	340,000	342,380	344,777	347,190	349,620	352,068	354,532	357,014	359,513	362,030	364,564	367,116	369,686
유럽	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114	587,114
아시아	1,251,820	1,256,437	1,261,049	1,265,675	1,270,431	1,275,394	1,280,497	1,285,430	1,289,996	1,294,934	1,294,934	1,294,934	1,294,934	1,294,934
한국	46,050	46,380	46,255	46,130	46,005	45,881	45,757	45,634	45,510	45,388	45,265	45,143	45,021	44,899
일본	110,179	109,971	109,311	108,655	108,003	107,355	106,711	106,071	105,435	104,802	104,173	103,548	102,927	102,309
지역별 비만율														
미국	41.9%	42.2%	42.5%	42.8%	43.1%	43.4%	43.7%	43.7%	43.7%	43.7%	43.7%	43.7%	43.7%	43.7%
유럽	20.0%	20.3%	20.6%	20.9%	21.2%	21.5%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
아시아	15.0%	15.3%	15.6%	15.9%	16.2%	16.5%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
한국	7.3%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%	10.6%	10.9%	11.2%
일본	4.6%	4.9%	5.2%	5.5%	5.8%	6.1%	6.4%	6.7%	7.0%	7.3%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%
침투율														
미국	0.4%	0.9%	1.5%	2.0%	3.1%	4.3%	5.4%	6.5%	7.6%	8.8%	9.9%	11.0%	11.0%	11.0%
유럽			0.4%	0.9%	1.5%	2.0%	3.1%	4.3%	5.4%	6.5%	7.6%	8.8%	9.9%	11.0%
아시아			0.4%	0.9%	1.5%	2.0%	3.1%	4.3%	5.4%	6.5%	7.6%	8.8%	9.9%	11.0%
1달 1회 제형 점유율								30.0%	35.7%	41.5%	47.2%	52.9%	52.9%	52.9%

Appx 4. 1개월 제형 추정 ASP

1개월 제형 추정 ASP	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 달러, 백만 명)														
미국								2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423
유럽								3,136	3,136	3,136	3,136	3,136	3,136	3,136
아시아								2,305	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
한국								2,333	2,333	2,333	2,333	2,333	2,333	2,333
일본								2,603	2,603	2,603	2,603	2,603	2,603	2,603
1달 1회 제형 추정 ASP														
미국		499	499	499	207,085	207,085	207,085	207,085	207,085	207,085	207,085	207,085	207,085	207,085
유럽		268	268	268	268	268	268	268	268	268	268	268	268	268
아시아		197	197	197	197	197	197	197	197	197	197	197	197	197
한국		199	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
일본		222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44	222.44
1달 1회 제형 1년 ASP														
미국		6,487	6,487	6,487	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692	2,692
유럽		3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484	3,484
아시아		2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561	2,561
한국		2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593	2,593
일본		2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892	2,892
1주 1회 제형 처방인구 수														
미국		1	2	3	5	6	8	10	12	14	16	18	18	18
유럽		-	0	1	2	3	4	5	7	8	10	11	13	14
아시아		-	1	2	3	4	7	9	12	14	17	19	21	24
1달 1회 제형 배수								90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%

Appx 5. 비만치료제 로열티 매출 추정 - Base Case 2

비만치료제 로열티 매출 추정 - Base Case 2	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)														
합계 (A+B+C)*(D)								31,860	78,009	107,783	227,637	363,229	433,924	468,302
YoY(%)									144.85%	38.17%	111.20%	59.56%	19.46%	7.92%
미국 (A)								15,535	36,421	48,832	101,058	158,895	176,008	177,240
% of Royalty								48.8%	46.7%	45.3%	44.4%	43.7%	40.6%	37.8%
1개월 제형 처방인구 수								3,021	4,250	5,698	7,370	9,271	9,335	9,401
Boehringer/Roche 점유율								3.0%	5.0%	5.0%	8.0%	10.0%	11.0%	11.0%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423	2,423
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
유럽 (B)								10,859	27,258	38,245	81,698	131,412	163,138	181,724
% of Royalty								34.1%	34.9%	35.5%	35.9%	36.2%	37.6%	38.8%
1개월 제형 처방인구 수								1,632	2,458	3,448	4,604	5,924	6,686	7,448
Boehringer/Roche 점유율								3.0%	5.0%	5.0%	8.0%	10.0%	11.0%	11.0%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								3,136	3,136	3,136	3,136	3,136	3,136	3,136
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
아시아 (C)								13,431	33,832	47,651	101,790	163,730	203,259	226,415
% of Royalty								42.2%	43.4%	44.2%	44.7%	45.1%	46.8%	48.3%
1개월 제형 처방인구 수								2,746	4,150	5,845	7,804	10,042	11,333	12,624
Boehringer/Roche 점유율								3.0%	5.0%	5.0%	8.0%	10.0%	11.0%	11.0%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,305	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
한국 (C)								270	5,875	7,665	9,401	9,634	11,150	12,729
% of Royalty								0.8%	7.5%	7.1%	4.1%	2.7%	2.6%	2.7%
1개월 제형 처방인구 수								55	85	122	167	221	256	292
Boehringer/Roche 점유율								3.0%	42.1%	38.1%	34.0%	26.4%	26.4%	26.4%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,333	2,333	2,333	2,333	2,333	2,333	2,333
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
일본 (C')								500	1,305	1,897	4,195	6,971	8,929	10,248
% of Royalty								1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%
1개월 제형 처방인구 수								91	142	206	285	379	441	506
Boehringer/Roche 점유율								3.0%	5.0%	5.0%	8.0%	10.0%	11.0%	11.0%
1개월 제형 추정 ASP(\$)								2,603	2,603	2,603	2,603	2,603	2,603	2,603
로열티율								5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
복약순응도 (D)								80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
환율(W/\$)								1,415	1,415	1,415	1,415	1,415	1,415	1,415

Appx 6. 비만치료제 제품 매출 추정 - Bull Case, Base Case 2

비만치료제 제품 매출 - Bull Case	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)														
매출액								500,653	654,319	805,051	942,853	930,354	967,289	1,005,675
YoY(%)									30.69%	23.04%	17.12%	-1.33%	3.97%	3.97%
로열티 매출액								71,522	93,474	115,007	134,693	132,908	138,184	143,668
배율								7	7	7	7	7	7	7
비만치료제 제품 매출 - Base Case2	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(단위: 백만 원)														
매출액								5,395	50,257	66,936	95,165	116,233	140,554	160,837
YoY(%)									831.55%	33.19%	42.17%	22.14%	20.92%	14.43%
로열티 매출액								771	7,180	9,562	13,595	16,605	20,079	22,977
배율								7	7	7	7	7	7	7

Appx 7. 치매치료제 계약금, 마일스톤 추정

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액			152	952	52	1,085	213	213	213	213	213	213	213	213
YoY(%)				526.32%	-94.54%	1986.54%	-80.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
선금금			52	52	52	52	-	-	-	-	-	-	-	-
마일스톤			100	900	-	919	213	213	213	213	213	213	213	213

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액			-	1,270	9,655	10,393	14,330	21,222	21,222	42,445	70,741	70,741	70,741	70,741
YoY(%)					660.24%	7.64%	37.88%	48.10%	0.00%	100.00%	66.67%	0.00%	0.00%	0.00%
선금금				1,270	1,270	1,270	1,270	-	-	-	-	-	-	-
개발/규제 마일스톤				-	8,385	9,123	13,060	-	-	-	-	-	-	-
판매 마일스톤				-	-	-	-	21,222	21,222	42,445	70,741	70,741	70,741	70,741

Appx 8. 원재료비 추정

(단위: %, 백만 원)	비중	원료비	매출액
평균	19.3%		
삼성바이오로직스	16.1%	730,631	4,547,322
WuXi Biologics	19.5%		
에스티팜	22.3%	61,000	273,751

Appx 9. 인건비 추정

(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출원가	185	185	64	133	143	154	166	392	82,669	115,802	149,135	181,084	192,080	210,772	229,937
판매비와관리비	4,228	4,330	2,319	4,149	4,314	4,660	4,876	5,555	8,706	9,768	11,007	12,459	14,164	16,170	18,536
경상개발비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	3,478	3,478	5,008	6,009	7,211	8,653	10,384	12,461
기타	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075

(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출원가	185	185	64	133	143	154	166	392	22,792	38,926	55,923	73,273	86,860	104,815	123,239
판매비와관리비	4,228	4,330	2,319	4,149	4,314	4,660	4,876	5,265	8,040	8,617	9,241	9,915	10,644	11,433	12,287
경상개발비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	3,188	3,507	3,857	4,243	4,667	5,134	5,647	6,212
기타	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075

(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출원가	185	185	64	133	143	154	166	392	11,682	29,220	43,339	59,582	75,389	92,273	108,844
판매비와관리비	4,228	4,330	2,319	4,149	4,314	4,660	4,876	4,946	8,232	8,817	9,448	10,131	10,868	11,666	
경상개발비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	2,869	3,156	3,471	3,819	4,201	4,621	5,083	5,591
기타	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075

(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25
합계	4,413	4,514	2,382
매출원가	185	185	64
판매비와관리비	1,446	1,773	1,022
급여	1,125	1,362	833
퇴직급여	106	139	46
복리후생비	214	272	143
경상개발비	2,783	2,557	1,296

(단위: %)	2024
평균	14.3%
삼성바이오로직스	11.3%
에스티팜	23.0%
바이넥스	8.7%

Appx 10. 감가상각비 및 무형자산상각비 추정

(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
감가상각비 및 무형자산상각비	1,702	1,834	906	1,548	1,278	1,398	856	6,534	22,216	44,018	71,549	104,121	138,378	162,051	183,487
감가상각비	1,657	1,769	865	1,467	1,194	1,305	759	6,293	21,926	43,670	71,131	103,620	137,777	161,330	182,621
건물	179	179	89	178	178	191	196	393	402	412	421	430	440	449	458
시설장비	24	20	9	20	16	13	17	1,581	1,585	1,590	1,595	1,599	1,604	1,604	1,604
비품	124	115	56	97	8	13	18	171	2,624	6,002	10,271	15,319	18,570	21,450	24,009
연구장비	350	717	361	706	751	804	199	276	398	567	776	1,014	1,267	1,469	1,649
기계장비	568	547	259	275	33	52	72	3,581	13,498	27,161	44,425	64,863	87,897	103,289	117,238
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	3,305	7,805	13,491	20,222	27,808	32,877	37,471
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192
무형자산상각비	46	64	41	82	84	93	97	242	290	348	418	501	602	722	866
매출원가	-	98	28	44	37	41	26	4,785	18,934	40,105	66,880	98,547	131,718	154,090	173,966
감가상각비	-	98	28	43	35	38	22	4,762	18,906	40,070	66,838	98,495	131,655	154,014	173,874
무형자산상각비				1	2	2	4	23	28	35	42	52	63	76	92
% of 상각비	0.0%	5.4%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
판매비와관리비	172	177	87	150	122	133	77	161	169	177	186	195	205	215	226
감가상각비	169	172	85	146	119	130	75	157	164	173	181	190	200	210	220
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	5	5	5	5	6	6
% of 상각비	10.1%	9.6%	9.6%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
경상개발비	1,531	1,559	790	1,354	1,119	1,224	752	1,588	3,113	3,735	4,482	5,379	6,455	7,746	9,295
감가상각비	1,488	1,499	752	1,278	1,040	1,137	661	1,374	2,856	3,427	4,112	4,934	5,921	7,106	8,527
무형자산상각비	43	60	39	76	79	87	91	214	257	309	370	444	533	640	768
% of 상각비	89.9%	85.0%	87.3%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%

감가상각비 및 무형자산상각비 - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
감가상각비 및 무형자산상각비	1,702	1,834	906	1,548	1,274	1,386	829	6,443	10,729	18,177	28,750	42,406	58,366	73,624	89,354
감가상각비	1,657	1,769	865	1,467	1,190	1,293	732	6,243	10,485	17,909	28,455	42,082	58,010	73,231	88,922
건물	179	179	89	178	178	191	196	393	402	412	421	430	440	449	458
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	1,581	1,585	1,590	1,595	1,599	1,604	1,604	1,604
비품	124	115	56	97	8	13	18	171	844	1,986	3,613	5,713	7,617	9,585	11,616
연구장비	350	717	361	706	747	792	172	226	302	412	552	716	895	1,037	1,164
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	3,581	6,303	10,921	17,500	26,021	36,411	46,267	56,440
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	936	2,457	4,623	7,430	10,851	14,097	17,448
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192
무형자산상각비	46	64	41	82	84	93	97	222	244	268	295	324	357	393	432
매출원가	-	98	28	44	37	41	26	4,788	7,596	14,739	24,977	38,264	53,820	68,632	83,874
감가상각비	-	98	28	43	35	38	22	4,767	7,573	14,713	24,948	38,232	53,784	68,593	83,831
무형자산상각비	-	-	-	1	2	2	4	21	23	26	29	32	35	39	43
% of 상각비	0.0%	5.4%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
판매비와관리비	172	177	87	150	121	132	75	155	163	171	180	189	198	208	218
감가상각비	169	172	85	146	118	128	73	151	159	166	175	184	193	202	212
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	4	5	5	5	5	6
% of 상각비	10.1%	9.6%	9.6%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
경상개발비	1,531	1,559	790	1,354	1,116	1,213	728	1,521	2,970	3,267	3,594	3,953	4,349	4,784	5,262
감가상각비	1,488	1,499	752	1,278	1,037	1,126	637	1,325	2,754	3,030	3,333	3,666	4,032	4,436	4,879
무형자산상각비	43	60	39	76	79	87	91	196	216	238	262	288	316	348	383
% of 상각비	89.9%	85.0%	87.3%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%

감가상각비 및 무형자산상각비 - Base Case 2															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
감가상각비 및 무형자산상각비	1,702	1,834	906	1,548	1,274	1,386	829	6,443	8,600	14,380	22,940	34,941	50,025	66,265	82,546
감가상각비	1,657	1,769	865	1,467	1,190	1,293	732	6,243	8,381	14,139	22,674	34,649	49,704	65,911	82,157
건물	179	179	89	178	178	191	196	393	402	412	421	430	440	449	458
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	1,581	1,585	1,590	1,595	1,599	1,604	1,604	1,604
비품	124	115	56	97	8	13	18	171	514	1,378	2,661	4,420	6,313	8,186	10,133
연구장비	350	717	361	706	747	792	172	226	302	518	839	1,530	2,679	4,130	5,702
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	3,581	4,968	8,462	13,651	20,791	29,802	39,486	49,053
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	496	1,647	3,356	5,707	8,675	11,864	15,015
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192
무형자산상각비	46	64	41	82	84	93	97	199	219	241	265	292	321	353	389
매출원가	-	98	28	44	37	41	26	4,786	5,489	10,966	19,192	30,828	45,510	61,308	77,104
감가상각비	-	98	28	43	35	38	22	4,767	5,468	10,943	19,167	30,800	45,479	61,273	77,066
무형자산상각비	-	-	-	1	2	2	4	19	21	23	25	28	31	35	38
% of 상각비	0.0%	5.4%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
판매비와관리비	172	177	87	150	121	132	75	155	163	171	180	189	198	208	218
감가상각비	169	172	85	146	118	128	73	151	159	166	175	184	193	202	212
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	4	5	5	5	5	6
% of 상각비	10.1%	9.6%	9.6%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
경상개발비	1,531	1,559	790	1,354	1,116	1,213	728	1,502	2,949	3,244	3,568	3,925	4,317	4,749	5,224
감가상각비	1,488	1,499	752	1,278	1,037	1,126	637	1,325	2,754	3,030	3,333	3,666	4,032	4,436	4,879
무형자산상각비	43	60	39	76	79	87	91	177	195	214	235	259	285	313	345
% of 상각비	89.9%	85.0%	87.3%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%

감가상각비 CapEx 반영 전															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	1,657	1,769	865	1,116	1,023	1,007	337	337	178	178	178	178	178	178	178
건물	179	179	89	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178
시설장치	24	20	9	16	16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
비품	124	115	56	93	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
연구장비	350	717	361	669	669	669	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기계장치	568	547	259	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
공구와 기구	26	26	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
사용권자산	386	165	84	160	160	160	160	160	-	-	-	-	-	-	-

감가상각비 - 확장 CapEx 한정															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	-	-	-	-	-	-	-	5,360	5,360	5,360	5,360	5,360	5,360	5,360	5,360
건물	-	-	-	-	-	-	-	193	193	193	193	193	193	193	193
시설장치	-	-	-	-	-	-	-	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559
비품	-	-	-	-	-	-	-	146	146	146	146	146	146	146	146
연구장비	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기계장치	-	-	-	-	-	-	-	3,462	3,462	3,462	3,462	3,462	3,462	3,462	3,462
공구와 기구	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
사용권자산	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

설비 신설 및 매입 계획			
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E
제 2 GMP 공장 신축	3,910	13,481	23,496
건물	3,110	4,610	-
시설장치	302	3,396	7,215
비품	18	80	771
기계장치	480	5,396	15,510
제 1 GMP 공장 증축	-	3,000	-
비품	-	153	-
기계장치	-	2,847	-

제 2 GMP 공장 신축 관련 상세내역			
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E
합계	3,910	13,481	23,496
건물	3,110	4,610	-
건축설계	120	-	-
감리비	60	140	-
건물/구축물공사	2,880	4,320	-
기타	50	150	-
설비	800	8,871	23,496
개념설계	700	-	-
공정설계	100	100	-
생산 장비	-	1,762	4,112
QC 장비	-	1,511	3,525
Utility 설비	-	2,060	4,805
공사비	-	3,438	6,384
기타 비품 등	-	-	410
Data Integrity System 구축	-	-	4,260

유형자산 유지 CapEx 추정 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	802	577	81	602	630	660	694	925	22,088	37,095	52,891	68,995	81,471	98,058	115,076
건물	-	-	-	179	179	179	179	179	372	372	372	372	372	372	372
시설장치	-	-	-	22	22	22	22	22	45	45	45	45	45	45	45
비품	3	16	10	16	17	18	20	47	9,826	13,764	17,726	21,524	22,831	25,052	27,330
연구장비	18	352	6	185	222	267	320	384	799	1,087	1,372	1,634	1,647	1,807	1,968
기계장치	-	160	-	80	86	93	100	235	49,667	69,574	89,600	108,795	115,401	126,631	138,145
공구와 기구	-	-	-	26	28	31	33	77	16,357	22,913	29,509	35,830	38,006	41,704	45,496
사용권자산	28	160	-	94	94	94	94	94	195	195	195	195	195	195	195

감가상각비 유지 CapEx 반영 후 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	1,657	1,769	865	1,467	1,194	1,305	759	933	16,566	38,310	65,771	98,260	132,417	155,970	177,261
건물	179	179	89	178	178	191	196	200	209	219	228	237	247	256	265
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	22	26	31	36	40	45	45	45
비품	124	115	56	97	8	13	18	25	2,478	5,856	10,125	15,173	18,424	21,304	23,863
연구장비	350	717	361	706	751	804	199	276	398	567	776	1,014	1,267	1,469	1,649
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	119	10,036	23,699	40,963	61,402	84,435	99,827	113,776
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	3,305	7,805	13,491	20,222	27,808	32,877	37,471
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192

감가상각비 CapEx 반영 후 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	1,657	1,769	865	1,467	1,194	1,305	759	933	21,926	43,670	71,131	103,620	137,777	161,330	182,621
건물	179	179	89	178	178	191	196	393	402	412	421	430	440	449	458
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	1,581	1,585	1,590	1,595	1,599	1,604	1,604	1,604
비품	124	115	56	97	8	13	18	171	2,624	6,002	10,271	15,319	18,570	21,450	24,009
연구장비	350	717	361	706	751	804	199	276	398	567	776	1,014	1,267	1,469	1,649
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	3,581	13,498	27,161	44,425	64,863	87,897	103,289	117,238
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	3,305	7,805	13,491	20,222	27,808	32,877	37,471
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192

유형자산 유지 CapEx 추정 - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	802	577	81	602	630	660	694	925	22,088	37,095	52,891	68,995	81,471	98,058	115,076
건물	-	-	-	179	179	179	179	179	372	372	372	372	372	372	372
시설장치	-	-	-	22	22	22	22	22	45	45	45	45	45	45	45
비품	3	16	10	16	17	18	20	47	2,709	4,627	6,647	8,709	10,324	12,458	14,648
연구장비	18	352	6	185	204	224	247	271	564	768	969	1,153	1,163	1,276	1,390
기계장치	-	160	-	80	86	93	100	235	13,693	23,386	33,598	44,022	52,185	62,973	74,042
공구와 기구	-	-	-	26	28	31	33	77	4,510	7,702	11,065	14,498	17,187	20,739	24,385
사용권자산	28	160	-	94	94	94	94	94	195	195	195	195	195	195	195

감가상각비 유지 CapEx 반영 후 - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	1,657	1,769	865	1,467	1,190	1,293	732	883	5,126	12,550	23,096	36,722	52,650	67,872	83,563
건물	179	179	89	178	178	191	196	200	209	219	228	237	247	256	265
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	22	26	31	36	40	45	45	45
비품	124	115	56	97	8	13	18	25	698	1,840	3,467	5,567	7,471	9,439	11,470
연구장비	350	717	361	706	747	792	172	226	302	412	552	716	895	1,037	1,164
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	119	2,841	7,459	14,038	22,559	32,949	42,805	52,978
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	936	2,457	4,623	7,430	10,851	14,097	17,448
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192

감가상각비 CapEx 반영 후 - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	1,657	1,769	865	1,467	1,190	1,293	732	883	10,485	17,909	28,455	42,082	58,010	73,231	88,922
건물	179	179	89	178	178	191	196	393	402	412	421	430	440	449	458
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	1,581	1,585	1,590	1,595	1,599	1,604	1,604	1,604
비품	124	115	56	97	8	13	18	171	844	1,986	3,613	5,713	7,617	9,585	11,616
연구장비	350	717	361	706	747	792	172	226	302	412	552	716	895	1,037	1,164
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	3,581	6,303	10,921	17,500	26,021	36,411	46,267	56,440
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	936	2,457	4,623	7,430	10,851	14,097	17,448
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192

유형자산 유지 CapEx 추정 - Base Case 2															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	50	688	16	602	630	660	694	925	11,895	28,707	42,202	58,984	75,798	93,095	109,622
건물	-	-	-	179	179	179	179	179	372	372	372	372	372	372	372
시설장치	-	-	-	22	22	22	22	22	45	45	45	45	45	45	45
비품	3	16	10	16	17	18	20	47	1,389	3,473	5,151	7,082	8,961	10,968	12,937
연구장비	18	352	6	185	204	224	247	271	564	1,285	1,826	3,704	6,015	7,821	9,144
기계장치	-	160	-	80	86	93	100	235	7,019	17,555	26,038	35,797	45,293	55,347	65,393
공구와 기구	-	-	-	26	28	31	33	77	2,312	5,782	8,575	11,789	14,917	18,258	21,536
사용권자산	28	160	-	94	94	94	94	94	195	195	195	195	195	195	195

감가상각비 유지 CapEx 반영 후 - Base Case 2															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	1,657	1,769	865	1,467	1,190	1,293	732	883	3,021	8,779	17,314	29,289	44,345	60,552	76,798
건물	179	179	89	178	178	191	196	200	209	219	228	237	247	256	265
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	22	26	31	36	40	45	45	45
비품	124	115	56	97	8	13	18	25	368	1,232	2,515	4,274	6,167	8,040	9,987
연구장비	350	717	361	706	747	792	172	226	302	412	552	716	895	1,037	1,164
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	119	1,507	5,000	10,189	17,329	26,340	36,024	45,592
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	496	1,647	3,356	5,707	8,675	11,864	15,015
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192

감가상각비 CapEx 반영 후 - Base Case 2

(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	1,657	1,769	865	1,467	1,190	1,293	732	6,243	8,381	14,139	22,674	34,649	49,704	65,911	82,157
건물	179	179	89	178	178	191	196	393	402	412	421	430	440	449	458
시설장치	24	20	9	20	16	13	17	1,581	1,585	1,590	1,595	1,599	1,604	1,604	1,604
비품	124	115	56	97	8	13	18	171	514	1,378	2,661	4,420	6,313	8,186	10,133
연구장비	350	717	361	706	747	792	172	226	302	518	839	1,530	2,679	4,130	5,702
기계장치	568	547	259	275	33	52	72	3,581	4,968	8,462	13,651	20,791	29,802	39,486	49,053
공구와 기구	26	26	7	13	11	17	24	39	496	1,647	3,356	5,707	8,675	11,864	15,015
사용권자산	386	165	84	178	197	215	234	252	112	132	152	172	192	192	192

내용연수

(단위: 년)

건물	40
시설장치	5
비품	4
연구장비	5
기계장치	5
공구와 기구	5
특허권	7
상표권	5
소프트웨어	5

Appx 11. 유형자산 및 무형자산

건물				시설장치			
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25
기초금액	7,038	6,859	6,680	기초금액	97	74	42
취득액	-	-	-	취득액	-	-	-
처분액	-	-	-	처분액	-	(12)	-
대체액	-	-	-	대체액	-	-	-
감가상각비	(179)	(179)	(89)	감가상각비	(24)	(20)	(9)
기말금액	6,859	6,680	6,591	기말금액	74	42	33
잔여내용연수	39	38	37	잔여내용연수	4	3	2
상각률	2.6%	2.6%	2.7%	상각률	27.6%	33.9%	48.4%

비품				연구장비			
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25
기초금액	380	259	160	기초금액	697	2,752	2,388
취득액	3	16	10	취득액	18	352	6
처분액	(0)	(0)	-	처분액	(0)	-	-
대체액	-	-	-	대체액	2,387	-	33
감가상각비	(124)	(115)	(56)	감가상각비	(350)	(717)	(361)
기말금액	259	160	114	기말금액	2,752	2,388	2,065
잔여내용연수	3	2	1	잔여내용연수	5	4	3
상각률	38.9%	55.0%	81.6%	상각률	20.3%	27.9%	32.4%

기계장치				공구와 기구			
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25
기초금액	1,497	929	542	기초금액	62	35	9
취득액	-	160	-	취득액	-	-	-
처분액	-	-	-	처분액	-	-	-
대체액	-	-	-	대체액	-	-	-
감가상각비	(568)	(547)	(259)	감가상각비	(26)	(26)	(7)
기말금액	929	542	283	기말금액	35	9	1
잔여내용연수	2	1	1	잔여내용연수	2	1	0
상각률	46.8%	74.4%	100.0%	상각률	54.5%	100.0%	100.0%

사용권자산			
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25
기초금액	3,566	900	895
취득액	28	160	-
처분액	(2,309)	-	-
대체액	-	-	-
감가상각비	(386)	(165)	(84)
기말금액	900	895	811
잔여내용연수	6	5	5
상각률	17.3%	18.4%	19.7%

상표권				소프트웨어			
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25
기초금액	3	3	2	기초금액	31	22	18
취득액	-	-	-	취득액	0	6	4
처분액	-	-	-	처분액	-	-	-
대체액	-	(1)	(0)	대체액	-	(10)	(6)
감가상각비	-	-	-	감가상각비	-	-	-
기말금액	3	2	2	기말금액	22	18	16

감가상각비				
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	합계
합계	1,657	1,769	865	4,291
매출원가	-	98	28	126
% of 감가상각비	0.0%	5.6%	3.3%	2.9%
판매비와관리비	169	172	85	426
% of 감가상각비	10.2%	9.7%	9.8%	9.9%
경상연구개발비	1,488	1,499	752	3,739
% of 감가상각비	89.8%	84.7%	86.9%	87.1%

Appx 12. 경상개발비

경상개발비 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	11,629	7,666	3,932	7,484	8,067	9,313	10,026	12,717	119,075	160,935	202,594	241,238	245,655	271,091	297,216
직접연구비	7,316	3,551	1,845	3,690	4,428	5,313	6,376	7,651	111,789	152,192	192,102	228,648	230,547	252,961	275,461
인건비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	3,478	4,173	5,008	6,009	7,211	8,653	10,384	12,461
감가상각비 & 무형자산상각비	1,531	1,559	790	1,354	1,119	1,224	752	1,588	3,113	3,735	4,482	5,379	6,455	7,746	9,295

경상개발비 - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	11,629	7,666	3,932	7,484	7,695	8,454	8,537	10,111	118,266	159,316	199,939	237,268	240,030	263,392	286,935
직접연구비	7,316	3,551	1,845	3,690	4,059	4,465	4,911	5,402	111,789	152,192	192,102	228,648	230,547	252,961	275,461
인건비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	3,188	3,507	3,857	4,243	4,667	5,134	5,647	6,212
감가상각비 & 무형자산상각비	1,531	1,559	790	1,354	1,116	1,213	728	1,521	2,970	3,267	3,594	3,953	4,349	4,784	5,262

경상개발비 - Base Case 2															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
합계	11,629	7,666	3,932	7,484	7,695	8,454	8,537	9,773	15,448	28,009	37,642	69,503	108,597	139,415	162,320
직접연구비	7,316	3,551	1,845	3,690	4,059	4,465	4,911	5,402	9,344	21,294	30,255	61,377	99,659	129,583	151,506
인건비	2,783	2,557	1,296	2,440	2,520	2,776	2,898	2,869	3,156	3,471	3,819	4,201	4,621	5,083	5,591
감가상각비 & 무형자산상각비	1,531	1,559	790	1,354	1,116	1,213	728	1,502	2,949	3,244	3,568	3,925	4,317	4,749	5,224

빅파마 매출액 대비 R&D 비중		연구개발 인력 현황 - 1H25				
(단위: %)	2024	(단위: 명)	박사	석사	학사	합계
평균	22.2%	합계	5	16	10	31
Eli Lilly	27.0%	대표이사	1	-	-	1
Novartis	25.0%	혁신제형센터	1	7	3	11
AstraZeneca	24.0%	CMC센터	-	4	6	10
Roche	22.6%	비임상팀	-	3	-	3
Pfizer	18.2%	임상개발본부	-	1	-	1
J&J	17.7%	글로벌사업전략본부	3	-	1	4
BMS	20.6%	Sema사업화팀	-	1	-	1

Appx 13. 매출원가 및 판매비와관리비

매출원가 및 판매비와관리비 - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,568,202	1,954,613	2,292,447	2,530,784	2,762,351	2,997,609
YoY(%)	207.6%	3.9%	-	40.6%	17890.2%	-67.9%	3.0%	7.7%	1682.1%	27.1%	24.6%	17.3%	10.4%	9.2%	8.5%
매출원가	434	579	103	653	672	735	989	8,934	216,788	311,979	410,127	505,074	590,966	659,040	726,108
매출원가율(%)	58.7%	75.2%	64.1%	60.4%	0.3%	1.2%	1.5%	12.9%	17.6%	19.9%	21.0%	22.0%	23.4%	23.9%	24.2%
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	39.6%	99.7%	98.8%	98.5%	87.1%	82.4%	80.1%	79.0%	78.0%	76.6%	76.1%	75.8%
원료비	-	-	-	179	193	208	224	527	111,220	153,172	193,501	229,062	258,416	283,564	309,348
% of Sales	-	-	-	16.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.8%	9.0%	9.8%	9.9%	10.0%	10.3%	10.3%	
인건비	185	185	64	133	143	154	166	392	82,669	113,852	143,828	170,261	192,080	210,772	229,937
% of Sales	25.0%	24.0%	39.6%	12.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	6.7%	7.3%	7.4%	7.6%	7.6%	7.7%	
감가상각비	-	98	28	44	37	41	26	4,785	18,934	40,105	66,880	98,547	131,718	154,090	173,966
% of Sales	0.0%	12.8%	17.5%	4.1%	0.0%	0.1%	0.0%	6.9%	1.5%	2.6%	3.4%	4.3%	5.2%	5.6%	5.8%
무형자산상각비	-	-	-	-	2	2	4	23	28	35	42	52	63	76	92
% of Sales	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타	249	296	11	296	296	330	568	3,207	3,936	4,815	5,875	7,152	8,689	10,539	12,764
% of Sales	33.7%	38.5%	7.0%	27.4%	0.2%	0.5%	0.9%	4.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	11,123	12,572	13,380	16,470	125,406	164,603	201,317	231,556	253,600	279,516	306,157
판매비율(%)	1818.0%	1424.6%	3519.0%	965.5%	5.7%	20.1%	20.8%	23.8%	10.2%	10.5%	10.3%	10.3%	10.0%	10.1%	10.2%
OPM(%)	-	-	-	-925.8%	93.9%	78.7%	77.7%	63.3%	72.3%	69.6%	68.7%	67.9%	66.6%	66.0%	65.6%
경상개발비	10,738	7,666	3,932	7,484	8,067	9,313	10,026	12,717	119,075	157,910	194,235	224,057	245,655	271,091	297,216
% of Sales	1451.4%	997.0%	2437.7%	692.3%	4.1%	14.9%	15.6%	18.4%	9.7%	10.1%	9.9%	9.8%	9.7%	9.8%	9.9%
인건비	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075
% of Sales	195.4%	230.6%	633.7%	158.1%	0.9%	3.0%	3.1%	3.0%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
감가상각비	169	172	85	146	119	130	75	157	164	173	181	190	200	210	220
% of Sales	22.9%	22.4%	52.7%	13.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	5	5	5	5	6	6
% of Sales	0.4%	0.6%	1.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
지급수수료	657	709	429	602	648	749	806	1,022	1,137	1,264	1,405	1,562	1,737	1,931	2,147
% of Sales	88.9%	92.2%	266.0%	55.7%	0.3%	1.2%	1.3%	1.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타	437	629	206	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492
% of Sales	59.1%	81.8%	127.6%	45.6%	0.3%	0.8%	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

매출원가 및 판매비와관리비 - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	815,856	1,043,008	1,334,203	1,600,516	1,796,691	2,023,119	2,253,203
YoY(%)	207.6%	3.9%		40.6%	17890.2%	-67.9%	3.0%	7.7%	1078.6%	27.8%	27.3%	20.0%	12.3%	12.6%	11.4%
매출원가	434	579	103	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376
매출원가율(%)	58.7%	75.2%	64.1%	71.9%	0.4%	1.4%	1.9%	14.2%	8.1%	10.6%	12.2%	13.2%	14.7%	18.4%	16.9%
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	28.1%	99.6%	98.6%	98.1%	85.8%	91.7%	89.4%	87.8%	86.8%	85.3%	81.6%	83.1%
원료비				179	193	208	224	527	30,663	51,896	73,864	95,634	116,858	141,014	165,801
% of Sales				16.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.8%	3.7%	4.9%	5.5%	5.9%	6.5%	6.5%	7.3%
인건비	43	60	39	133	143	154	166	392	22,792	38,574	54,903	71,084	86,860	104,815	123,239
% of Sales	5.8%	7.8%	23.9%	12.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	2.8%	3.7%	4.1%	4.0%	4.8%	4.6%	5.5%
감가상각비	-	98	28	43	35	38	22	4,767	7,573	14,713	24,948	38,232	53,784	68,593	83,831
% of Sales	0.0%	12.8%	17.5%	4.0%	0.0%	0.1%	0.0%	6.9%	0.9%	1.4%	1.8%	2.3%	3.0%	3.0%	3.7%
무형자산상각비				1	2	2	4	21	23	26	29	32	35	39	43
% of Sales				0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타	391	421	37	421	421	473	818	4,120	4,572	5,071	5,623	6,231	6,903	7,644	8,462
% of Sales	52.9%	54.7%	22.7%	38.9%	0.2%	0.8%	1.3%	6.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	10,721	11,642	11,769	13,649	124,318	162,632	198,224	227,051	247,329	271,045	294,959
판매비율(%)	1818.0%	1424.6%	3519.0%	965.5%	5.5%	18.6%	18.3%	19.7%	10.1%	10.4%	10.1%	9.9%	9.8%	9.8%	9.8%
OPM(%)				-937.4%	94.1%	80.0%	79.8%	66.1%	76.7%	73.8%	73.2%	72.6%	71.5%	70.7%	70.0%
경상개발비	10,738	7,666	3,932	7,484	7,695	8,454	8,537	10,111	118,266	156,291	191,581	220,088	240,030	263,392	286,935
% of Sales	1451.4%	997.0%	2437.7%	692.3%	4.0%	13.5%	13.3%	14.6%	14.6%	14.7%	14.5%	13.7%	13.3%	12.7%	12.5%
인건비	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075
% of Sales	195.4%	230.6%	633.7%	158.1%	0.9%	3.0%	3.1%	3.0%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%
감가상각비	169	172	85	146	118	128	73	151	159	166	175	184	193	202	212
% of Sales	22.9%	22.4%	52.7%	13.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	4	5	5	5	5	6
% of Sales	0.4%	0.6%	1.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
지급수수료	657	709	429	602	619	680	686	813	863	917	974	1,034	1,098	1,166	1,239
% of Sales	88.9%	92.2%	266.0%	55.7%	0.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
기타	437	629	206	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492
% of Sales	59.1%	81.8%	127.6%	45.6%	0.3%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%

매출원가 및 판매비와관리비 - Base Case 2															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	161	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	275,991	400,629	560,798	842,882	1,125,935	1,378,784	1,593,336
YoY(%)	207.6%	3.9%		40.6%	17890.2%	-67.9%	3.0%	7.7%	298.7%	45.2%	40.0%	33.6%	22.5%	15.6%	
매출원가	434	579	103	704	710	788	1,184	9,457	25,810	55,390	83,173	117,282	153,915	193,184	232,108
매출원가율(%)	58.7%	75.2%	64.1%	65.1%	0.4%	1.3%	1.8%	13.7%	9.3%	20.1%	21.3%	17.0%	17.1%	17.0%	17.7%
GPM(%)	41.3%	24.8%	35.9%	34.9%	99.6%	98.7%	98.2%	86.3%	90.7%	79.9%	78.7%	82.9%	82.9%	83.0%	82.3%
원료비				179	193	208	224	527	15,717	39,312	58,306	80,160	101,425	124,140	146,434
% of Sales				16.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.8%	5.7%	4.7%	4.5%	4.9%	5.8%	5.5%	6.4%
인건비	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
감가상각비	-	98	28	43	35	38	22	4,767	5,468	10,943	19,167	30,800	45,479	61,273	77,066
% of Sales	0.0%	12.8%	17.5%	4.0%	0.0%	0.1%	0.0%	6.9%	2.0%	4.0%	2.8%	3.6%	4.8%	5.2%	6.3%
무형자산상각비				1	2	2	4	19	21	23	25	28	31	35	38
% of Sales				0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타	434	480	75	480	480	540	934	4,144	4,604	5,113	5,674	6,294	6,979	7,735	8,570
% of Sales	58.7%	62.5%	46.6%	44.4%	0.2%	0.9%	1.5%	6.0%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
판매비와관리비	13,450	10,954	5,676	10,437	10,721	11,642	11,769	13,283	21,466	34,307	44,234	76,404	115,823	146,983	170,248
판매비율(%)	1818.0%	1424.6%	3519.0%	965.5%	5.5%	18.6%	18.3%	19.2%	7.8%	12.4%	13.3%	11.6%	10.6%	10.6%	10.7%
OPM(%)				-930.6%	94.1%	80.1%	79.9%	67.1%	82.9%	77.6%	77.3%	77.0%	76.0%	75.3%	74.7%
경상개발비	10,738	7,666	3,932	7,484	7,695	8,454	8,537	9,773	15,448	28,009	37,642	69,503	108,597	139,415	162,320
% of Sales	1451.4%	997.0%	2437.7%	692.3%	4.0%	13.5%	13.3%	14.1%	5.6%	10.4%	11.9%	12.8%	13.8%	14.1%	14.5%
인건비	1,446	1,773	1,022	1,709	1,794	1,884	1,978	2,077	4,533	4,760	4,998	5,248	5,510	5,786	6,075
% of Sales	195.4%	230.6%	633.7%	158.1%	0.9%	3.0%	3.1%	3.0%	16.4%	17.4%	18.0%	18.2%	18.3%	18.4%	18.5%
감가상각비	169	172	85	146	118	128	73	151	159	166	175	184	193	202	212
% of Sales	22.9%	22.4%	52.7%	13.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
무형자산상각비	3	5	2	4	3	3	2	4	4	4	5	5	5	5	6
% of Sales	0.4%	0.6%	1.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
지급수수료	657	709	429	602	619	680	686	813	829	874	922	973	1,026	1,082	1,141
% of Sales	88.9%	92.2%	266.0%	55.7%	0.3%	1.1%	1.1%	1.1%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
기타	437	629	206	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492
% of Sales	59.1%	81.8%	127.6%	45.6%	0.3%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

Appx 14. 순운전자본

순운전자본 추정 - Bull Case														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	1,233,606	1,568,202	1,954,613	2,292,447	2,530,784	2,762,351	2,997,609
CDMO			929	1,001	1,078	1,161	2,732	576,763	794,316	1,003,453	1,187,867	1,340,092	1,470,500	1,604,214
매출원가	434	579	653	672	735	989	8,934	216,788	311,979	410,127	505,074	590,966	659,040	726,108
순운전자본	(942)	(1,016)	(143)	85,960	27,121	27,368	10,224	506,508	727,015	1,019,998	1,386,233	1,870,261	2,041,126	2,217,743
순운전자본의 변동			872	86,103	(58,839)	247	(17,143)	496,283	220,507	292,983	366,235	484,028	170,865	176,617
운전자산	564	242	1,600	87,754	29,085	30,010	34,098	661,356	949,857	1,312,946	1,747,000	2,292,380	2,511,869	2,736,391
매출채권	564	242	481	86,549	27,787	28,612	30,807	300,880	382,488	476,735	559,133	617,264	673,744	731,124
회전기일	1.3x	3.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x
회전기일	278	115	162	162	162	162	162	89	89	89	89	89	89	89
재고자산			1,119	1,205	1,298	1,398	3,291	360,477	567,369	836,211	1,187,867	1,675,115	1,838,125	2,005,267
회전기일			0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	1.6x	1.4x	1.2x	1.0x	0.8x	0.8x	

순운전자본 추정 - Base Case 1														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	815,856	1,043,008	1,334,203	1,600,516	1,796,691	2,023,119	2,253,203
CDMO			929	1,001	1,078	1,161	2,732	159,013	269,122	383,043	495,936	605,999	731,268	859,807
매출원가	434	579	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376
순운전자본	(942)	(1,016)	(477)	85,632	26,745	26,713	7,838	251,499	367,850	530,785	735,439	1,006,830	1,177,454	1,351,910
순운전자본의 변동			539	86,109	(58,887)	(32)	(18,875)	243,660	116,352	162,934	204,655	271,391	170,623	174,456
운전자산	564	242	1,600	87,754	29,085	30,010	34,098	298,372	446,622	644,617	886,306	1,195,716	1,407,529	1,624,321
매출채권	564	242	481	86,549	27,787	28,612	30,807	198,989	254,392	325,415	390,370	438,217	493,444	549,562
매출채권회전율(x)	1.3x	3.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x
회전기일	278	115	162	162	162	162	162	89	89	89	89	89	89	89
재고자산			1,119	1,205	1,298	1,398	3,291	99,383	192,230	319,202	495,936	757,499	914,085	1,074,759
재고자산회전율(x)			0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	1.6x	1.4x	1.2x	1.0x	0.8x	0.8x	0.8x
회전기일			440	440	440	440	440	228	261	304	365	456	456	456
운전부채	1,506	1,257	2,077	2,122	2,340	3,297	26,260	46,874	78,772	113,833	150,867	188,886	230,075	272,411
매입채무	1,506	1,257	2,077	2,122	2,340	3,297	26,260	46,874	78,772	113,833	150,867	188,886	230,075	272,411
매입채무회전율(x)	0.3x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x
회전기일	1,267	793	975	975	975	975	975	261	261	261	261	261	261	261

순운전자본 추정 - Base Case 2														
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	275,991	400,629	560,798	842,882	1,125,935	1,378,784	1,593,336
CDMO			929	1,001	1,078	1,161	2,732	81,505	203,861	302,364	415,691	525,971	643,765	759,376
매출원가	434	579	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376
순운전자본	(942)	(1,016)	(477)	85,632	26,745	26,713	7,838	71,381	164,557	274,917	470,405	743,196	910,920	1,065,427
순운전자본의 변동			539	86,109	(58,887)	(32)	(18,875)	63,543	93,176	110,360	195,488	272,791	167,724	154,507
운전자산	564	242	1,600	87,754	29,085	30,010	34,098	118,255	243,329	388,750	621,272	932,082	1,140,995	1,337,838
매출채권	564	242	481	86,549	27,787	28,612	30,807	67,315	97,714	136,780	205,581	274,618	336,289	388,619
매출채권회전율(x)	1.3x	3.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	2.2x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x	4.1x
회전기일	278	115	162	162	162	162	162	89	89	89	89	89	89	89
재고자산			1,119	1,205	1,298	1,398	3,291	50,941	145,615	251,970	415,691	657,463	804,706	949,219
재고자산회전율(x)			0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	0.8x	1.6x	1.4x	1.2x	1.0x	0.8x	0.8x	0.8x
회전기일			440	440	440	440	440	228	261	304	365	456	456	456
운전부채	1,506	1,257	2,077	2,122	2,340	3,297	26,260	46,874	78,772	113,833	150,867	188,886	230,075	272,411
매입채무	1,506	1,257	2,077	2,122	2,340	3,297	26,260	46,874	78,772	113,833	150,867	188,886	230,075	272,411
매입채무회전율(x)	0.3x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x
회전기일	1,267	793	975	975	975	975	975	261	261	261	261	261	261	261

삼성바이오로직스 회전율	
(단위: x)	
매출채권회전율	4.10x
재고자산회전율	0.83x
매입채무회전율	1.40x

Appx 15. 감가상각비 및 무형자산상각비 & CapEx

감가상각비 및 무형자산상각비 & CapEx - Bull Case															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
감가상각비 및 무형자산상각비	1,702	1,834	906	1,548	1,278	1,398	856	1,175	16,856	38,658	66,189	98,762	133,018	156,692	178,127
매출원가	-	98	28	44	37	41	26	4,785	18,934	40,105	66,880	98,547	131,718	154,090	173,966
판매비와관리비	172	177	87	150	122	132	77	161	169	177	186	195	205	215	226
경상개발비	1,531	1,559	790	1,354	1,119	1,224	752	1,588	3,113	3,735	4,482	5,379	6,455	7,746	9,295
CapEx	802	577	81	4,796	17,129	24,199	767	1,038	77,262	106,139	133,890	158,341	178,496	195,807	213,552

감가상각비 및 무형자산상각비 & CapEx - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
감가상각비 및 무형자산상각비	848	642	122	683	714	753	791	1,167	22,378	37,443	53,309	69,496	82,072	98,780	115,942
매출원가	-	98	28	44	37	41	26	4,788	7,596	14,809	25,248	38,968	54,523	69,325	84,477
판매비와관리비	172	177	87	150	121	132	75	155	163	171	180	189	198	208	218
경상개발비	1,531	1,559	790	1,354	1,116	1,213	728	1,521	2,970	3,267	3,594	3,953	4,349	4,784	5,262
CapEx	802	577	81	4,796	17,111	24,156	694	925	22,088	37,095	52,891	68,995	81,471	98,058	115,076

감가상각비 및 무형자산상각비 & CapEx - Base Case 2															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
감가상각비 및 무형자산상각비	1,702	1,834	906	1,548	1,274	1,386	829	1,125	5,416	12,898	23,513	37,223	53,251	68,593	84,429
매출원가	-	98	28	44	37	41	26	4,786	5,489	10,966	19,192	30,828	45,510	61,308	77,104
판매비와관리비	172	177	87	150	121	132	75	155	163	171	180	189	198	208	218
경상개발비	1,531	1,559	790	1,354	1,116	1,213	728	1,502	2,949	3,244	3,568	3,925	4,317	4,749	5,224
CapEx	802	577	81	4,796	17,111	24,156	694	925	11,895	28,707	42,202	58,984	75,798	93,095	109,622

Appx 16. 기타손익 추정

기타손익 추정															
(단위: 백만 원)	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
기타수익	144	20	4	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
잡이익	10	15	4	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
보조금수익	8	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
사용권자산처분이익	126	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타비용	8	60	2	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
기부금	8	6	2	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
유형자산처분손실	0	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
무형자산폐기손실	-	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
잡손실	0	37	0	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19

Appx 17. 최종 DCF Table

DCF Table - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	Terminal
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	815,856	1,043,008	1,334,203	1,600,516	1,796,691	2,023,119	2,253,203	
매출원가	434	579	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376	
판매비와관리비	13,450	10,954	10,437	10,721	11,642	11,769	13,649	124,318	162,632	198,224	227,051	247,329	271,045	294,959	
영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,133)	182,960	49,919	51,288	45,747	625,915	770,095	976,613	1,162,252	1,284,922	1,429,969	1,576,868	
법인세비용	-	-	-	41,641	10,909	11,225	9,945	154,696	192,760	247,281	296,289	328,674	366,967	405,748	
세후영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,133)	141,318	39,010	40,063	35,802	471,219	577,335	729,332	865,962	956,247	1,063,002	1,171,120	
(+) 감가상각비			683	714	753	791	1,167	22,378	37,105	52,331	67,401	82,072	98,780	115,942	
(-) 순운전자본의 변동			539	86,109	(58,887)	(32)	(18,875)	243,660	116,352	162,934	204,655	271,391	170,623	174,456	
(-) 자본적 지출			4,796	17,111	24,156	694	925	22,088	36,757	51,913	66,900	81,471	98,058	115,076	
FCFF	(13,144)	(10,764)	(14,784)	38,812	74,494	40,192	54,918	227,849	461,332	566,815	661,809	685,458	893,101	997,530	10,657,434
할인기간			0.17	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17	6.17	7.17	8.17	9.17	10.17	11.17	12.17
할인계수		WACC: 10.45%	98.4%	89.0%	80.6%	73.0%	66.1%	59.8%	54.2%	49.0%	44.4%	40.2%	36.4%	32.9%	29.8%
FCFF의 현재가치			(14,540)	34,560	60,054	29,335	36,289	136,311	249,873	277,951	293,818	275,516	325,003	328,650	3,178,926
누적 현재가치		2,032,820													
Terminal Value 현재가치		3,178,926													Terminal Value(g=1.0%)
영업가치		5,211,746													

DCF Table - Base Case 1															
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	Terminal
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	815,856	1,043,008	1,334,203	1,600,516	1,796,691	2,023,119	2,253,203	
매출원가	434	579	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376	
판매비와관리비	13,450	10,954	10,437	10,721	11,642	11,769	13,649	124,318	162,632	198,224	227,051	247,329	271,045	294,959	
영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,133)	182,960	49,919	51,288	45,747	625,915	770,095	976,613	1,162,252	1,284,922	1,429,969	1,576,868	
법인세비용	-	-	-	41,641	10,909	11,225	9,945	154,696	192,760	247,281	296,289	328,674	366,967	405,748	
세후영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,133)	141,318	39,010	40,063	35,802	471,219	577,335	729,332	865,962	956,247	1,063,002	1,171,120	
(+) 감가상각비			683	714	753	791	1,167	22,378	37,105	52,331	67,401	82,072	98,780	115,942	
(-) 순운전자본의 변동			539	86,109	(58,887)	(32)	(18,875)	243,660	116,352	162,934	204,655	271,391	170,623	174,456	
(-) 자본적 지출			4,796	17,111	24,156	694	925	22,088	36,757	51,913	66,900	81,471	98,058	115,076	
FCFF	(13,144)	(10,764)	(14,784)	38,812	74,494	40,192	54,918	227,849	461,332	566,815	661,809	685,458	893,101	997,530	10,657,434
할인기간			0.17	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17	6.17	7.17	8.17	9.17	10.17	11.17	12.17
할인계수		WACC: 10.45%	98.4%	89.0%	80.6%	73.0%	66.1%	59.8%	54.2%	49.0%	44.4%	40.2%	36.4%	32.9%	29.8%
FCFF의 현재가치			(14,540)	34,560	60,054	29,335	36,289	136,311	249,873	277,951	293,818	275,516	325,003	328,650	3,178,926
누적 현재가치		2,032,820													
Terminal Value 현재가치		3,178,926													Terminal Value(g=1.0%)
영업가치		5,211,746													

DCF Table - Base Case 2															
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	Terminal
매출액	740	769	1,081	194,475	62,437	64,291	69,223	275,991	400,629	560,798	842,882	1,125,935	1,378,784	1,593,336	
매출원가	434	579	777	794	875	1,234	9,827	65,623	110,281	159,366	211,213	264,440	322,105	381,376	
판매비와관리비	13,450	10,954	10,437	10,721	11,642	11,769	13,283	21,466	34,307	44,234	44,234	76,404	115,823	146,983	170,248
영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,133)	182,960	49,919	51,288	46,113	188,902	256,041	357,198	555,265	745,672	909,695	1,041,713	
법인세비용	-	-	-	41,641	10,909	11,225	10,030	43,014	58,523	83,755	136,045	186,312	229,614	264,467	
세후영업이익	(13,144)	(10,764)	(10,133)	141,318	39,010	40,063	36,083	145,888	197,518	273,443	419,220	559,360	680,081	777,246	
(+) 감가상각비			1,548	1,274	1,386	829	1,125	5,416	12,898	23,513	37,223	53,251	68,593	84,429	
(-) 순운전자본의 변동			539	86,109	(58,887)	(32)	(18,875)	63,543	93,176	110,360	195,488	272,791	167,724	154,507	
(-) 자본적 지출			4,796	17,111	24,156	694	925	11,895	28,707	42,202	58,984	75,798	93,095	109,622	
FCFF	(13,144)	(10,764)	(13,919)	39,373	75,126	40,230	55,158	75,866	88,532	144,394	201,971	264,022	487,856	597,545	6,384,066
할인기간			0.17	1.17	2.17	3.17	4.17	5.17	6.17	7.17	8.17	9.17	10.17	11.17	12.17
할인계수		WACC: 10.45%	98.4%	89.0%	80.6%	73.0%	66.1%	59.8%	54.2%	49.0%	44.4%	40.2%	36.4%	32.9%	29.8%
FCFF의 현재가치			(13,690)	35,059	60,564	29,363	36,448	45,387	47,952	70,807	89,668	106,122	177,533	196,869	1,904,255
누적 현재가치		882,082													
Terminal Value 현재가치		1,904,255													Terminal Value(g=1.0%)
영업가치		2,786,336													

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.