



거인의 틈,
한국 바이오의 생존 전략

Contents

Summary	4
Part 1. 관세, 약가, 그리고 중국	7
Part 2. Therapeutic Modality Tracker 2025	21
 기업분석	
에이비엘바이오 (298380)	59
한미약품 (128940)	76
리가캠바이오 (141080)	85
유한양행 (000100)	98



제약/바이오 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
에이비엘바이오 (298380)	Buy	180,000원
한미약품 (128940)	Buy	570,000원
관심종목	투자판단	적정주가
리가캠바이오 (141080)	Buy	190,000원
유한양행 (000100)	Buy	180,000원

Summary

제약/바이오

거인의 틈, 한국 바이오의 생존 전략

Overweight

1 관세, 약가, 그리고 중국

- 트럼프 행정부의 약가 인하와 관세 압박에 따라 Pfizer, Eli Lilly, Novo Nordisk는 전문의약품을 평균 50 ~ 80% 할인된 가격으로 TrumpRx·DTC 채널을 통해 제공하고, 3년간 관세 유예 혜택 부여 받음. 그 외 미국 내 생산·투자 확대 발표
- 2025~2034년 특허 만료로 약 2,340억 달러 매출이 감소할 전망. 이에 빅파마들은 중장기적 파트너십보다 단기 파이프라인 확보를 위한 M&A를 확대 중
- 中 바이오 산업이 급부상하며 글로벌 거래 빈도 및 규모 증가. 다만 항암제 파이프라인 비중이 약 63%, 대사 질환 파이프라인이 약 26%를 차지하며 CNS 질환 파이프라인에서는 취약점을 보이는 중. 최근 美 생물보안법 재추진으로 지정학적 리스크 대두

2 Therapeutic Modality Tracker 2025

- ADC는 초기 치료 영역으로 진입 중이며, Enhertu와 Padcev 등이 면역항암제와 병용 요법에서 유의미한 생존 개선 효과
- 페이로드 내성 문제가 부각되면서, 기존 Auristatin·Topo1 기반을 넘어 새로운 페이로드 개발 필요성 증가
- PD-(L)1×VEGF 이중 항체가 새로운 항암 트렌드로 부상 중이며, 기존 PD-(L)1 단일 항체 면역항암제 시장 뿐만 아니라 VEGF 단일 항체가 형성한 시장까지 타겟 가능할 것으로 예상
- RNA 치료제는 희귀 질환에서 대사 질환으로 확장 중, 이와 더불어 간으로만 전달되던 기존 개발 방향에서 간 외로 전달할 수 있는 플랫폼의 니즈가 지속적으로 증가

3 기업 분석

- **에이비엘바이오:** BBB 셔틀의 니즈와 RNA 치료제의 전달체 니즈에 모두 부합하는 Grabody-B 플랫폼
- **한미약품:** Efpeglenatide의 국내 비만 임상 3상 성공에 따른 국내 비만 시장 침투와 2026년 초 공개 예상되는 Efinopegdutide의 MASH 임상 2상 결과
- **리가켄바이오:** ADC의 초기 치료 진입에 따라 독성, 내성 관리 및 Sequence 전략에서 차별성을 보여줄 수 있는 플랫폼
- **유한양행:** NCCN 선호 가이드라인 등재, 향후 Rybrevant SC 제형 승인 및 최종 OS 도출 시 가팔라질 매출 성장세

Summary

제약/바이오

임상 용어

Overweight

CR	CR은 완전 관해(Complete Response)으로 종양의 완전 소실을 의미한다.
PR	PR은 부분 관해(Partial Response)으로 종양의 크기가 30% 이상 감소한 경우를 의미한다.
SD	SD는 안정 병변(Stable Disease)으로 PR과 PD의 중간 단계를 의미한다.
PD	PD는 진행 병변(Progression Disease)으로 종양의 크기가 20% 이상 증가 혹은 새로운 병변이 발생한 경우를 의미한다.
ORR	ORR은 객관적 반응율(Objective Response Rate)로 전체 환자 대비 종양 크기 감소 등 객관적인 반응을 확인할 수 있는 환자의 비율을 의미한다. (ORR = CR + PR)
DCR / CBR	DCR / CBR은 질병통제율(Disease Control Rate, Clinical Benefit Rate)로 항암제 임상 연구에서 진행성 및 전이성 암을 가진 환자 중 완전 관해, 부분 관해, 안정 병변 등의 치료반응을 보인 비율을 의미한다. (DCR/CBR = CR + PR + SD)
PFS	PFS는 무진행 질병 생존 기간(Progression Free Survival)으로 병이 진행(PD)이 안된 상태에서 환자가 악화되거나 사망에 이르기 전까지 생존한 기간을 의미한다.
OS	OS는 전체 생존 기간(Overall Survival)으로 환자가 치료를 시작하여 사망하기까지의 기간을 의미한다.
DLT	DLT는 용량 제한 독성(Dose Limiting Toxicity)으로 각 장기별 독성의 Grade 3을 기준으로 결정한다. 환자의 1/3에서 DLT를 나타내는 용량을 MTD(Maximal Tolerated Dose, 최대내약용량)로 정의하고 그 한 단계 전 코호트의 용량을 2상 권장 용량(RP2D, Recommended Phase 2 Dose)으로 지정한다.

기업분석



종목명	투자판단	적정주가
에이비엘바이오 (298380)	Buy	180,000원
한미약품 (128940)	Buy	570,000원
리가켄바이오 (141080)	Buy	190,000원
유한양행 (000100)	Buy	180,000원

에이비엘바이오 (298380) 지속적 Grabody-B 플랫폼 가치 상승 주목

Analyst 김준영
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (11. 12)	126,700원
상승여력	42.1%

KOSDAQ	906.51pt
시가총액	69,844억원
발행주식수	5,513만주
유동주식비율	73.85%
외국인비중	12.15%
52주 최고/최저가	126,700원/26,400원
평균거래대금	862.7억원

주요주주(%)

이상훈 외 12 인	26.15
------------	-------

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.9	112.2	231.7
상대주가	27.9	69.8	160.0

주가그래프



Eli Lilly와 3.8조원의 거래를 체결하며 2025년 총 7.9조원 규모의 빅파마 트랙 레코드 확보

- Eli Lilly는 amyloid- β 항체인 Kisunla를 개발하였으나 부작용 개선 니즈 존재 및 이와 별개로 RNA 치료제 관련 거래를 25년 들어 지속적으로 체결 중
- Grabody-B를 통해 CNS 질환 파이프라인 개발과 더불어 비만, 대사 질환, 근육 질환 AOC(Antibody Oligonucleotide Conjugate) 파이프라인 개발을 위한 전략이라 예상, 자세한 내용은 11월 17일 간담회 통해 확인 전망

투자의견 Buy, 적정주가 18만원 상향

- Eli Lilly의 3.8조원의 플랫폼 거래 규모를 반영하여 적정 주가 18만원으로 상향
- Novartis의 Avidity 인수 발표로 보는 AOC(Antibody Oligonucleotide Conjugate) 관심도
- 기존 간으로만 전달되던 RNA 치료제의 간 외로의 전달 수요 충족 가능성이 존재하는 Grabody-B
- ABL301 임상 1상 결과를 통해 Grabody-B의 안전성을 확인, 이에 따라 추가적 기술 이전 가능성 증가
- ABL301 임상 2상 진입 시 Sanofi로부터 마일스톤 수령 및 신약 가치 상승
- ABL202는 12월 ASH(미국혈액학회)를 통해 추가적 임상 1상 결과 공개 예정
- ABL111, ABL001 각각 1Q26 결과 업데이트 예정

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	65.6	-2.6	-2.7	-55	-182.0	1,547	-444.8	15.9	-38,357.7	-3.7	116.2
2023	33.4	-59.4	-55.5	-1,156	1,990.3	3,094	-25.9	9.7	-23.6	-46.0	38.7
2024E	132.9	-5.7	-4.2	-82	-92.9	3,047	-1,191.9	32.0	386.8	-2.5	39.0
2025E	79.7	-22.6	-19.3	-351	328.4	2,697	-278.2	36.2	-941.3	-12.2	37.4
2026E	45.2	-44.6	-43.1	-781	122.8	1,916	-124.8	50.9	-141.6	-33.9	43.1

에이비엘바이오 밸류에이션

2026 Outlook #15
제약/바이오

에이비엘바이오 적정주가 산출

(십억원)		비고
에이비엘바이오의 신약가치 (A)	3,070.1	DCF valuation
1) ABL301	1,466.0	
2) ABL111	646.3	
3) ABL202	285.0	
4) ABL001	178.9	
5) ABL103	493.9	
Grabody-B 플랫폼 가치	6,333.8	GSK와 Eli Lilly 거래 합산 총 규모 7.9조원 의 80% 반영
순 차입금(B)	-99.1	2027년 말 기준
주주가치 (C=A-B)	9,503.0	
주식수 (D)	54,575천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=C/D)	180,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

AOC로 확장되는 BBB 셔틀

2026 Outlook #15
제약/바이오

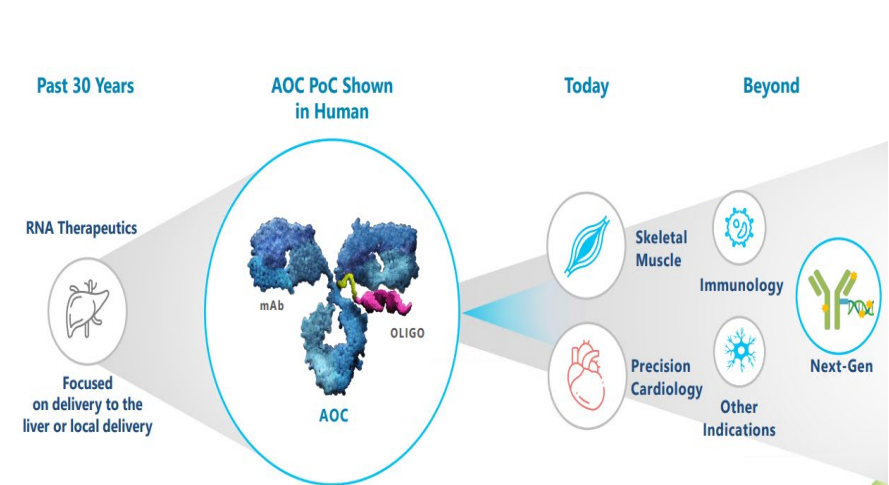
- ASO, siRNA 등 RNA 치료제의 간 외로의 전달 수요 지속적으로 증가
- 전달체 후보 물질 중 하나로 ADC의 컨셉을 이용한 AOC(Antibody Oligonucleotide Conjugate)가 관심 받는 중
- Avidity는 AOC 개발 선두 주자이며 근육 질환 임상 연구에서 긍정적이 결과 도출한 바 있음
- 이를 바탕으로 Novartis는 25년 10월 27일 약 120억 달러(40%의 프리미엄) 규모로 Avidity 인수 발표

Grabody-B의 RNA 치료제 셔틀 가능성



자료: 에이비엘바이오, 메리츠증권 리서치센터

Avidity의 AOC 플랫폼



자료: Avidity, 메리츠증권 리서치센터

AOC 파이프라인 현황

2026 Outlook #15

제약/바이오

AOC 파이프라인 현황

Drug	Institution	Nucleic acid target	Delivery target	Indication	Clinical Stage
Delpacibart Etedesiran (AOC 1001)	Avidity Biosciences	DMPK	TfR1	근긴장성 이영양증	Phase III
Delpacibart Braxlosiran (AOC 1020)	Avidity Biosciences	DUX4	TfR1	안면견갑상완형 근이영양증	Phase II
Delpacibart Zotadirsien (AOC 1044)	Avidity Biosciences	Exon 44	TfR1	듀센 근이영양증	Phase II
DYNE-101	Dyne Therapeutics	DMPK	TfR1	근긴장성 이영양증	Phase I/II
DYNE-251	Dyne Therapeutics	Exon 51	TfR1	듀센 근이영양증	Phase I/II
ABX1100	Aro Biotherapeutics	GYS1	TfR1	폼페병	Phase I
AOC DMD Exon 51	Avidity Biosciences	Exon 51	TfR1	듀센 근이영양증	Preclinical
AOC 1086	Avidity Biosciences	PLN	TfR1	심근병증	Preclinical
AOC 1072	Avidity Biosciences	PRKAG2	TfR1	심근병증	Preclinical
AOC 1045	Avidity Biosciences	Exon 45	TfR1	듀센 근이영양증	Preclinical
AOC-MuRF1	Avidity Biosciences	TRIM63	TfR1	근위축증	Preclinical
AOC-DMD-51	Avidity Biosciences	Exon 51	TfR1	듀센 근이영양증	Preclinical
DYNE-302	Dyne Therapeutics	DUX4	TfR1	안면견갑상완형 근이영양증	Preclinical
DYNE-401	Dyne Therapeutics	GAA	TfR1	폼페병	Preclinical
DMD Exon 44 therapy	Dyne Therapeutics	Exon 44	TfR1	듀센 근이영양증	Preclinical
DMD Exon 45 therapy	Dyne Therapeutics	Exon 45	TfR1	듀센 근이영양증	Preclinical
DMD Exon 53 therapy	Dyne Therapeutics	Exon 53	TfR1	듀센 근이영양증	Preclinical
DMD Other Exons therapy	Dyne Therapeutics	Other Exons	TfR1	듀센 근이영양증	Preclinical
OTV:LF3	Denali Therapeutics	α-synuclein	TfR1	파킨슨병	Preclinical
OTV:CH2	Denali Therapeutics	Tau	TfR1	알츠하이머병	Preclinical
CGB1001	ChainGen Bio	DMPK	TfR1	근긴장성 이영양증	Preclinical
CGB1003	ChainGen Bio	MSTN	TfR1	근비대	Preclinical
TfR1 mab-siGYS1	ChainGen Bio	GYS1	TfR1	폼페병	Preclinical
TfR1 mab-siDUX4	ChainGen Bio	DUX4	TfR1	안면견갑상완형 근이영양증	Preclinical

자료: Meng Li, et al. 2025, 메리츠증권 리서치센터

BBB 셔틀 거래는 계속적으로 발생 중

2026 Outlook #15

제약/바이오

- Eli Lilly는 BBB 셔틀 플랫폼을 Sangamo, Quinotto로부터 도입했음에도 25년 11월 에이비엘바이오와 추가 BBB 셔틀 라이선스 계약 체결
- BBB 투과 기술에 대한 관심도는 지속적으로 상승 중

BBB 셔틀 관련 거래 현황

Licensee	Licensor	타겟	모달리티	계약종류	선급금(\$m)	규모(\$b)	선급금 비중(%)	계약 체결 시기
Eli Lilly	에이비엘바이오	IGF1R	Antibody	License	40	2.60	1.5	25.11.03
Roche	Manifold	-	-	License	55	2	2.8	25.11.03
Novartis	BioArctic	TfR	Antibody	License	30	0.80	3.7	25.08.26
Galbra Neuroscience ; Emugen Therapeutics	Apertura Gene Therapy	TfR	AAV	License	-	-	-	25.08.13
GSK	에이비엘바이오	IGF1R	Antibody	License	49.7	2.73	1.8	25.04.06
Eli Lilly	Sangamo	-	AAV	License	18	1.42	1.3	25.04.03
Astellas	Sangamo	-	AAV	License	20	1.32	1.5	24.12.19
BMS	BioArctic	TfR	Antibody	License	100	1.25	8.0	24.12.19
Arrowhead	Sarepta	TfR	Peptide	License	500	11.38	4.4	24.11.26
AbbVie	Aliada Therapeutics	TfR x CD98	Antibody	M&A	-	1.40	-	24.10.28
Eli Lilly	Qinotto	-	Antibody	License	-	-	-	24.10.08
Roche/Genetech	Sangamo	-	AAV	License	50	1.95	2.6	24.08.06
Eisai	BioArctic	TfR	Antibody	License	-	-	-	24.04.20
Ionis	Vect-Horus	TfR	Nanobody	License	-	-	-	24.01.24
Novartis	Voyager	-	AAV	License	100	1.30	7.7	24.01.02
Novo Nordisk	Vect-Horus	TfR	Nanobody	License	-	0.33	-	23.10.30
Eli Lilly	Sangamo	-	AAV	License	-	1.19	-	23.07.17
Voyager	Neurocrine Biosciences	-	AAV	Partnership	136	1.68	8.1	23.05.13
Neurocrine Biosciences	Voyager	-	AAV	Partnership	175	1.68	10.4	23.01.09
Novartis	Voyager	-	AAV	License	15	0.32	4.7	22.03.08
Novartis	Voyager	-	AAV	License	54	1.64	3.3	22.03.08
Sanofi	에이비엘바이오	IGF1R	Antibody	License	75	1.06	7.1	22.01.12
Pfizer	Voyager	-	AAV	License	40	0.93	4.3	21.10.06
Takeda	PeptiDream	TfR	Peptide	License	-	3.50	-	21.07.27
Ionis	Bicycle Therapeutics	TfR	Peptide	License	45	-	-	21.07.13
Takeda	PeptiDream	TfR	Peptide	License	-	-	-	20.12.22
Biogen	Denali	TfR	Antibody	License	560	2.15	26.0	20.08.05
Neurocrine Biosciences	Voyager	-	AAV	License	115	1.89	6.1	19.01.28
Takeda	Denali	TfR	Antibody	License	40	1.14	3.5	18.01.05

자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

Eli Lilly의 예상 개발 전략

2026 Outlook #15

제약/바이오

- Eli Lilly는 최근 BBB 투과 기술에 대한 관심도를 보이며 여러 바이오텍과 전달체 관련 계약을 체결 중
- RNA 치료제 관련 거래도 지속적으로 체결하는 상황
- Amyloid- β 타겟 항체인 Donanemab(Kisunla)는 부작용이 높은 특징이 있어 이를 완화시켜줄 BBB 셔틀이 필요
- CNS 질환 타겟 항체 치료제 뿐만 아니라 중장기적으로 비만 및 근육 질환 등을 타겟으로 RNA 치료제를 페이로드로 탑재한 AOC 개발 전략 구축할 것으로 예상

Eli Lilly가 체결한 RNA 치료제 거래와 BBB 셔틀 관련 거래

RNA 치료제 거래	Licensee	Licensor	계약종류		선급금 (\$m)	규모 (\$b)	선급금 비중 (%)	계약체결 시기	
	Eli Lilly	에이비엘바이오		Licensing Agreement	40	2,602	1.5	25.11.12	
	Eli Lilly	Sanegene Bio		Licensing Agreement	-	1,200	-	25.11.08	
	Eli Lilly	Verve Therapeutics		Acquisition	-	1,300	-	25.06.17	
	Eli Lilly	알지노믹스		Licensing Agreement	-	1,300	-	25.05.15	
	Eli Lilly	Creyon Bio		Licensing Agreement	13	1,013	1.3	25.04.29	
	Eli Lilly	올릭스		Licensing Agreement	-	630	-	25.02.10	
	Eli Lilly	Insitro		Partnerships	-	-	-	24.10.09	
	Eli Lilly	Beam Therapeutics		Licensing Agreement	200	600	33.3	23.10.27	
	Eli Lilly	Verve Therapeutics		Partnerships	60	525	11.4	23.06.15	
	Eli Lilly	RosVivo Therapeutics		Partnerships	-	-	-	22.02.22	
	Eli Lilly	ProQR Therapeutics		Licensing Agreement	20	1,300	1.5	21.09.08	
	Eli Lilly	Mina Therapeutics		Partnerships	-	1,250	-	21.05.11	
	Eli Lilly	Evox Therapeutics		Licensing Agreement	20	1,230	1.6	20.06.09	
	Eli Lilly	Avidity Biosciences		Licensing Agreement	20	440	4.5	19.04.22	
	Eli Lilly	Dicerna Pharmaceuticals		Licensing Agreement	100	3,605	2.8	18.10.25	
	Eli Lilly	Curevac		Partnerships	50	1,803	2.8	17.10.18	
BBB 셔틀 관련 딜	Licensee	Licensor	타겟	모달리티	계약종류	선급금 (\$m)	규모 (\$b)	선급금 비중 (%)	계약체결 시기
	Eli Lilly	에이비엘바이오	IGF1R	Antibody	License	40	2.60	1.5	25.11.12
	Eli Lilly	Sangamo	-	AAV	License	18	1.42	1.3	25.04.03
	Eli Lilly	Qinotto	-	Antibody	License	-	-	-	24.10.08
	Eli Lilly	Sangamo	-	AAV	License	-	1.19	-	23.07.17

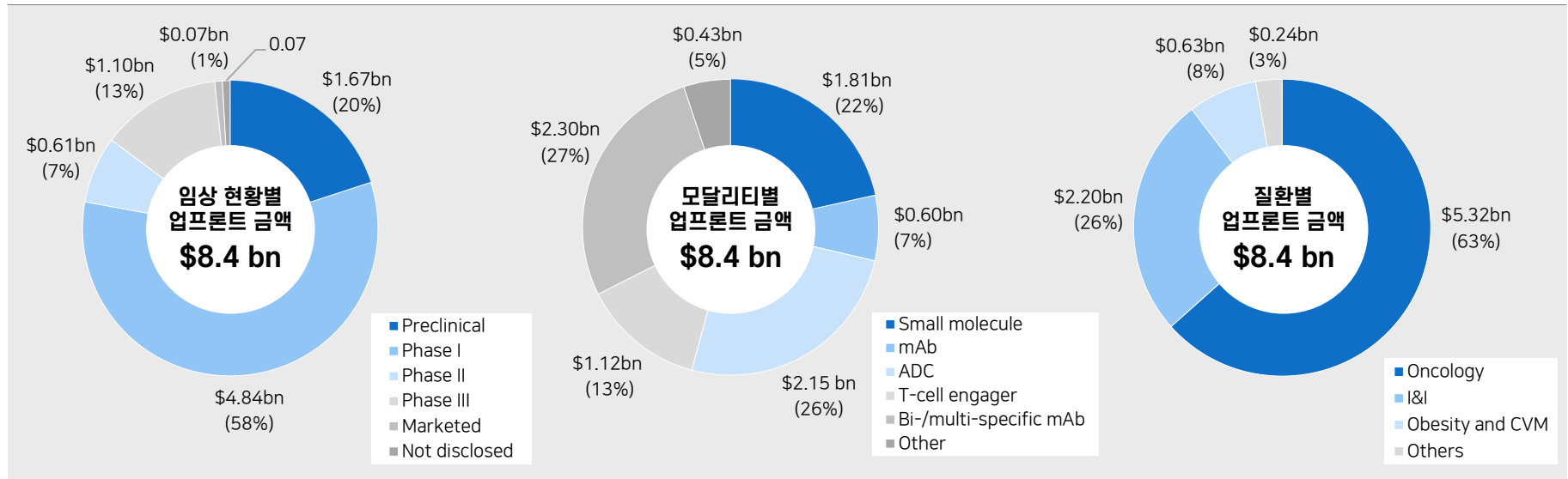
자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

중국 바이오의 부상에도 문제없는 Grabody-B

2026 Outlook #15
제약/바이오

- 중국 바이오의 거래를 살펴보면 눈에 띄는 점은 임상 1상 파이프라인 비중이 과반수라는 점
- 이는 중국 임상을 통해 안전성 데이터 확인 및 이를 라이선스 인 후 다시 글로벌 임상 연구하는 개발 전략을 설립할 수 있는 용이함 존재
- 저분자 화합물, ADC, 다중 항체가 중국 바이오 거래의 주요 모달리티로 비중을 차지
- 약 63%가 항암제 파이프라인이며 뒤를 이어 약 26%가 비만 등의 대사/심혈관 질환이나 CNS 질환 파이프라인은 극소수
- 즉 CNS 질환을 타겟할 수 있는 Grabody-B 플랫폼은 중국 바이오의 성장에도 리스크가 제한적

2024년 중국 거래 중 임상 현황/모달리티/질환별 업프론트 금액

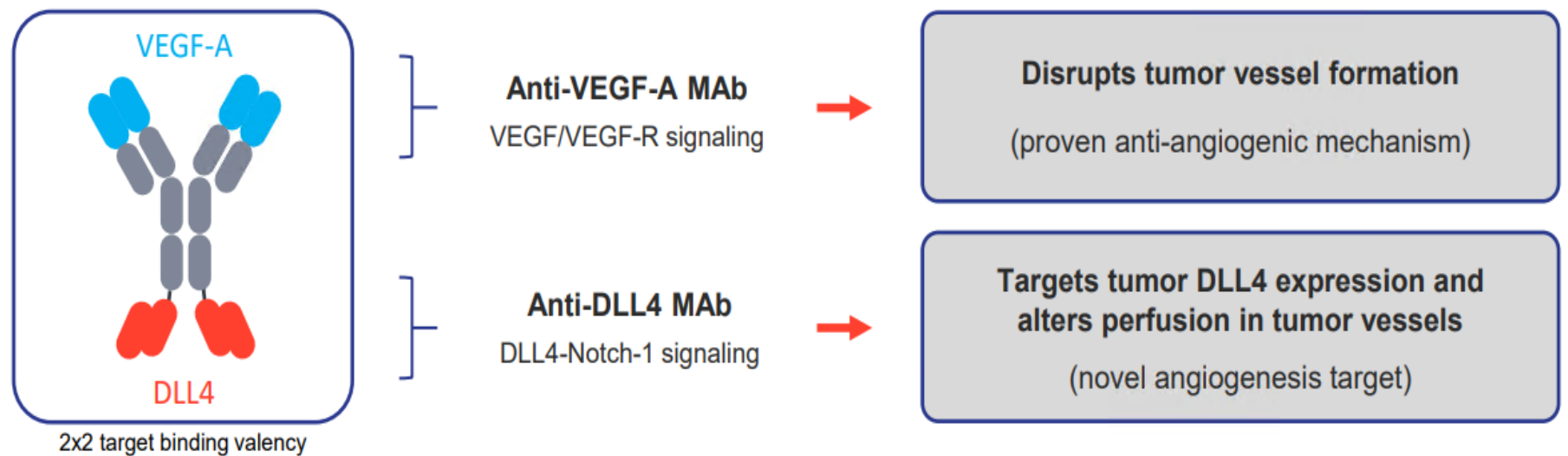


자료: Nature Reviews Drug Discovery, 메리츠증권 리서치센터

BTC(담관암) 2차 치료제를 노리는 ABL001

- ABL001(CTX-009)는 DLL4와 VEGF를 타겟하는 이중 항체
- 현재 BTC(담관암) 2차 치료제를 목표로 임상 2/3상 COMPANION 002를 진행 중이며 FDA로부터 24년 4월 Fast Track으로 지정

DLL4와 VEGF를 타겟하는 이중 항체, ABL001



자료: Compass Therapeutics, 메리츠증권 리서치센터

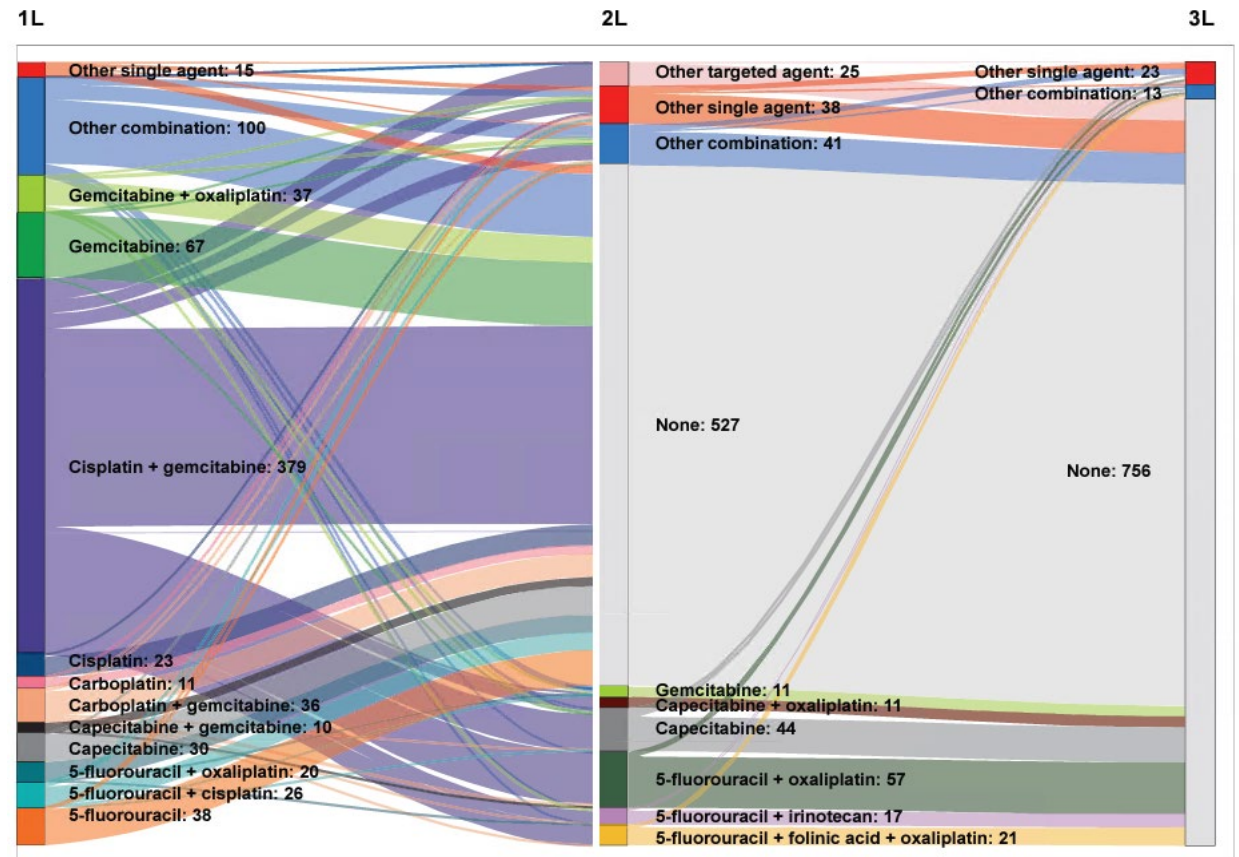
BTC(담관암) 2차 치료제를 노리는 ABL001

2026 Outlook #15

제약/바이오

- BTC(담관암)은 치료 옵션이 상당히 제한적인 암종
- 진단 받은 환자 중 대부분이 수술 불가능한 전이된 환자
- 1차 치료 요법으로는 환자의 47.9%가 Cisplatin, Gemcitabine 화학항암제 병용 요법을 처방
- BTC 환자의 33.5%가 2차 치료 요법을 진행하나 2차 치료 옵션은 1차 치료 옵션에 비해 더욱 제한적

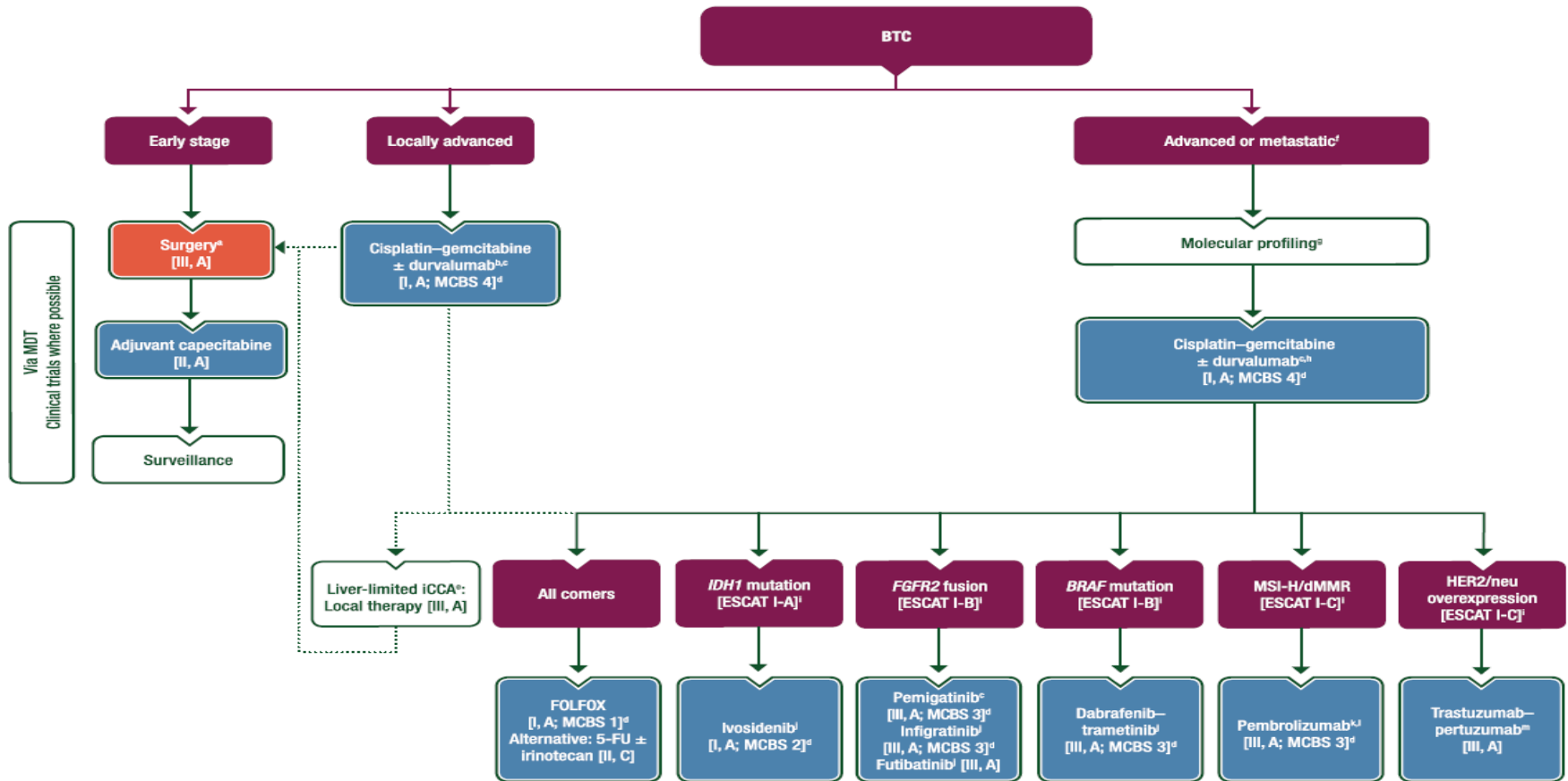
BTC(담관암) 치료 차수별 환자 현황



자료: ESMO 2024, 메리츠증권 리서치센터

BTC(담관암) 치료 ESMO 가이드라인 알고리즘

BTC(담관암) 치료 ESMO 가이드라인 알고리즘



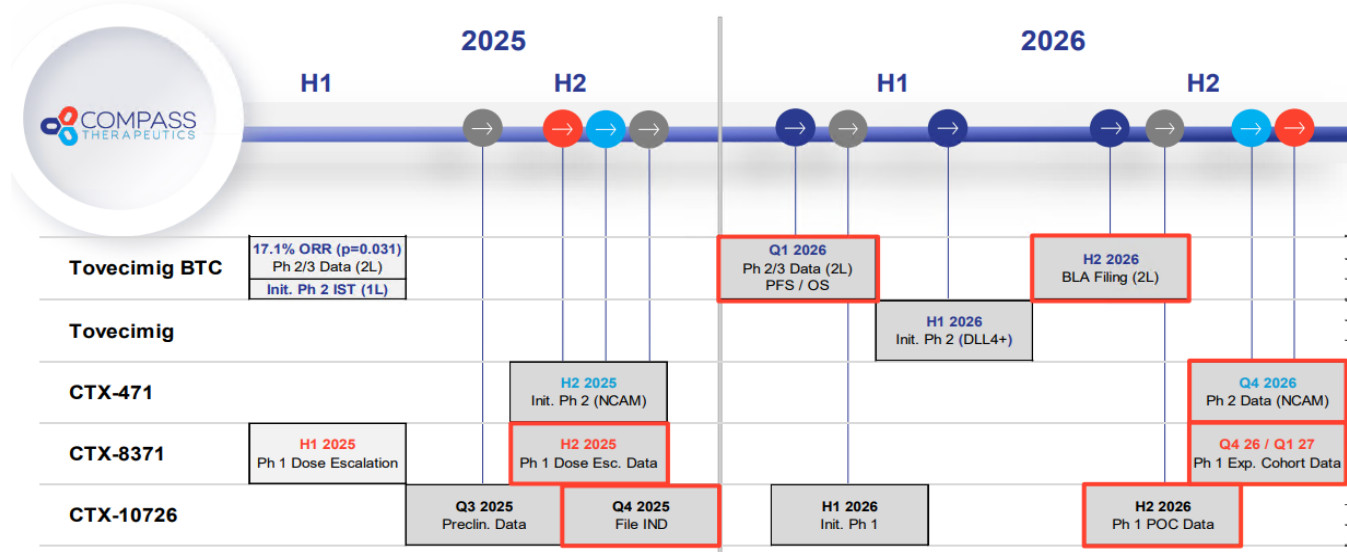
자료: ESMO, 메리츠증권 리서치센터

Tovecimig(ABL001)의 기대보다 낮은 COMPANION-002 효능 결과

2026 Outlook #15
제약/바이오

- COMPANION 임상 2/3상 결과 ORR 17.1%로 도출되며 국내 임상 2상 결과인 37.5%보다 저조한 결과가 나오며 주가 조정 받은 이력 존재
- 가속 승인을 받기 위해서는 PFS, OS, DoR 등 효능면에서 이점을 보여야할 것으로 판단하며 정확한 결과는 26년 1분기 말 공개 예상
- M.D. Anderson Cancer Center에서 1차 치료 요법인 Gemcitabine, Cisplatin, Durvalumab 3제 요법에 ABL001을 추가한 4제요법을 BTC 1차 치료 옵션으로 임상 1/2상 진행 중.

Compass therapeutics의 임상 모멘텀



자료: Compass Therapeutics, 메리츠증권 리서치센터

BTC(담관암) 임상 결과 비교

2026 Outlook #15

제약/바이오

BTC(담관암) 치료 임상 결과 비교

임상시험명		TOPAZ1		Keynote-966		ABC-06		국내 임상 2상	COMPANION-002	
약물		Gem/Cis + Durv	Gem/Cis + Placebo	Gem/Cis + Pembro	Gem/Cis + Placebo	BSC + FOLFOX	BSC + Placebo	Tovecimig + Paclitaxel	Tovecimig + Paclitaxel	Paclitaxel
치료차수		1L	1L	1L	1L	2L	2L	2L/3L	2L	2L
환자군 특징(%)	환자수(명)	341	344	533	536	81	81	24	111	57
	ECOG									
	0	50.7	47.4	48.4	42.5	30.9	34.6	54.2	-	-
	1	49.3	52.6	51.4	57.5	67.9	64.2	45.8	-	-
	Asian 환자비	54.3	58.4	46.0	46.6	-	-	한국 임상	-	-
	Tumour site									
	Intrahepatic	55.7	56.1	60.0	58.4	46.9	42.0	37.5	-	-
	Extrahepatic	19.4	18.9	18.4	19.6	23.5	32.1	12.5	-	-
	Gallbladder	24.9	25.0	21.6	22.0	21.0	21.0	29.2	-	-
	Ampulla	-	-	-	-	8.6	4.9	20.8	-	-
효능(%)	전신 치료 경험			9.4	9.0			1번(45.8), 2번(54.2)		
	ORR	26.7	18.7	29.3	28.4	4.9	-	37.5 (2L 63.6%, 3L 15.4%)	17.1	5.3
	CR	2.1	0.6	2.1	1.3	1.2	-	0.0	0.9	0.0
	PR	24.6	18.1	26.6	27.2	3.7	-	37.5	16.2	5.3
	SD	58.6	63.9	46.2	47.4	28.4	-	54.2	44.1	33.3
	PD	-	-	19.1	17.9	37.0	-	0.0	16.2	42.1
	PFS(개월)	7.2	5.7	6.5	5.6	4	-	9.4	-	-
	HR	0.75 (0.63-0.89, p=0.001)		0.86 (0.75-1.00, p=0.0034)		-	-	-	-	-
	OS(개월)	12.8	11.5	12.7	10.9	6.2	5.3	12.5	-	-
	HR	0.80 (0.66-0.97, p=0.021)		0.83 (0.72-0.95, p=0.0034)		0.69 (0.50-0.97, p=0.031)		-	-	-
부작용(%)	DoR(개월)	6.4	6.2	9.7	6.9	-	-	6.9	-	-
	Grade 3 TRAE	62.7	64.9	71.3	69.3	69.1	51.9	75.0	-	-
	Discontinuation	8.9	11.4	26.1	22.8	12.3	-	25.0	-	-
	Neutropenia	41.1	46.8	46.7	46.1	12.3	1.2	50.0	-	-
	Anemia	23.7	22.5	23.3	24.5	2.5	1.2	12.5	-	-
	Thrombocytopenia	14.5	13.7	16.1	18.5	-	-	8.3	-	-

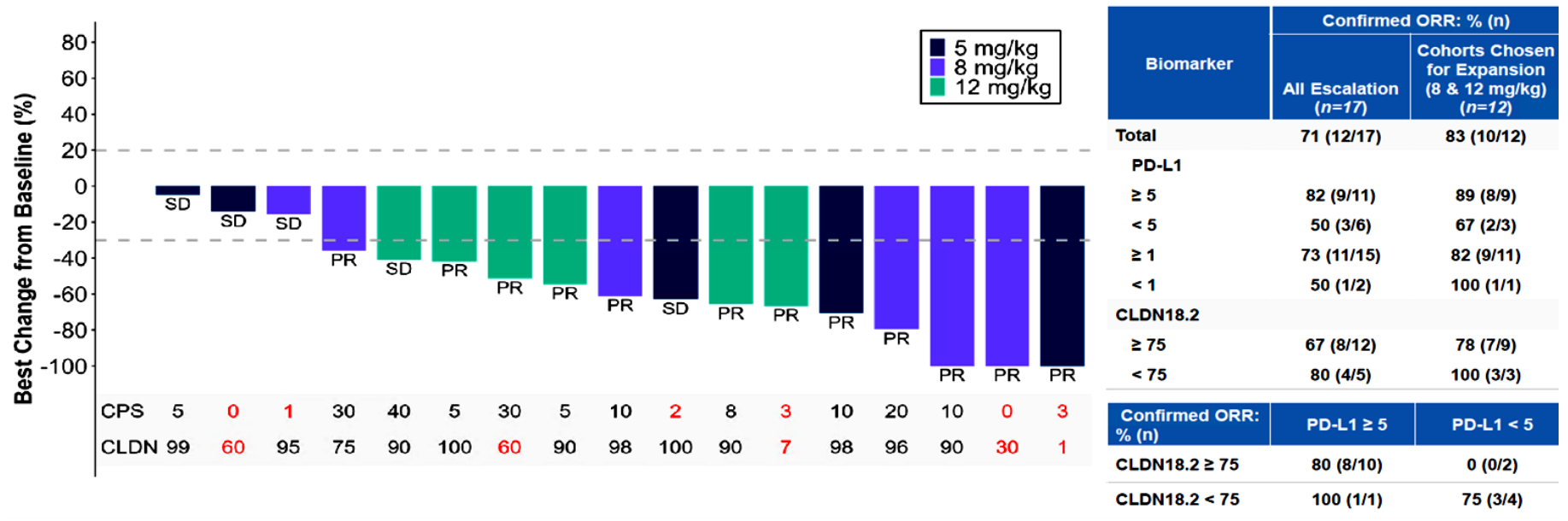
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

ESMO GI 2025에서 공개된 ABL111 임상 1a상 결과

2026 Outlook #15
제약/바이오

- ESMO GI 2025에서 ABL111, Opdivo, 화학항암제 병용 위/위식도암 임상 1상 Dose escalation 결과 공개
- CLDN18.2 고발현 환자에서 ORR(객관적 반응률) 약 67%, CLDN 18.2 저발현 환자에서 80% 도출
- 임상 1b상 용량인 8, 12mpk군에서는 CLDN 18.2 저발현 환자에서 100% 도출되며 긍정적인 결과 확인
- 다만 환자수가 적은 만큼 임상 1b상 데이터가 중요

ABL111 병용 요법 임상 1a상 효능 결과



자료: IMAB, 메리츠증권 리서치센터

위/위식도암 1차 임상 결과 비교

2026 Outlook #15

제약/바이오

BTC(담관암) 치료 임상 결과 비교

임상시험명	GLOW Ph3		SPOTLIGHT Ph3		CHECKMATE-649 Ph3		NCT04900818 Ph1b(ESMO GI 2025)				NCT05188664, NCT05934331, Ph2(ASCO 2025)
약물	Zolbetuximab + CAPOX	Pbo + CAPOX	Zolbetuximab + mFOLFOX	Pbo + mFOLFOX	Nivolumab + Chemo	Pbo + Chemo	ABL111 + Nivolumab + FOLFOX				LM-302 + Toriplimab
모달리티	CLDN 18.2 mAb + Chemo		CLDN 18.2 mAb + Chemo		PD-1 mAb + Chemo		CLDN 18.2 x 4-1BB bsAb + PD-1 mAb + Chemo				CLDN 18.2 ADC + PD-1 mAb
환자수 (명)	254	253	283	282	789	792	17(Total)		12(RP2D)		43
CLDN 발현도	≥ 75%		≥ 75%		-	-	≥ 75%	< 75%	≥ 75%	< 75%	≥ 25%
PD-L1 발현도 (%)											
CPS ≥ 1	-	-	-	-	84.0	83.8	88.2		91.7		55.8
CPS < 1	-	-	-	-	16.0	16.0	11.8		8.3		44.2
효능 (%)											
ORR	42.5	40.3	47.7	47.5	58.0	46.1	66.7	80.0	77.8	100	72.7
DCR	60.6	62.8	-	-	86.4	78.9	100	100	100	100	97.0
PFS (개월)	8.2	6.8	10.61	8.67	7.7	6.9	-	-	-	-	-
HR	0.687 (0.544-0.866, p=0.0007)		0.75 (0.60-0.94, p=0.0066)		0.77 (0.68-0.87)		-				-
OS (개월)	14.39	12.16	18.23	15.54	13.8	11.6	-	-	-	-	-
HR	0.771 (0.615-0.965, p=0.0118)		0.75 (0.60-0.94, p=0.0053)		0.80 (0.68-0.94, p=0.0002)		-				-
DoR (개월)	6.14	6.08	9.00	8.05	8.5	6.9	-	-	-	-	10.94
부작용 (%)											
Grade 3 TRAE	72.8	69.9	86.7	77.7	59.6	44.5	64.7		58.3		58.1
Discontinuation	21.7	15.7	38.0	29.5	17.4	8.7	11.8		8.3		2.3

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

이중 항체 ADC 타겟 공개

2026 Outlook #15

제약/바이오

- 미국 자회사 NEOK Bio 시리즈A로 7,500만 달러 펀딩을 하며 공식 출범
- 이중 항체 ADC 개발을 위해 Synaffix의 SYNtecanE 플랫폼 적용
- ABL206: ROR1 x B7H3 ADC, ABL209: EGFR x MUC1 ADC
- 26년 중반 임상 1상 개시 및 27년 초기 임상 데이터 공개 예상

이중 항체 ADC 임상 현황

파이프라인	개발 회사	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
BsAb (ABL) x Linker-Payload (Synaffix)	ABL	준비된 이중항체 물질 예비 독성 실험에서 이미 우수한 결과 확보	→ 2025년 2개 이중항체 ADC 임상 신청		
Izalontamab Brengitecan (Target : EGFR x HER3 Payload : TOP1i)	Sichuan Baili BMS / SysImmune	계약금 \$ 800M / 총 계약 \$ 8.4B	→ Bristol Myers Squibb	중국 3상 글로벌 2/3상	FDA 혁신신약 지정
JSKN003, JSKN016 (Target : HER2 x HER2, TROP2xHER3 Payload : TOP1i)	Alphamab		JSKN016 : 중국 1/2상	JSKN003 : 중국, 호주 2/3상	
ZW49 (Target : HER2 x HER2 Payload : NAcS auristatin)	BeiGene/ Zymeworks		미국 포함 4개 국가 1상	임상 중단 (2024.03)	
REGN5093 -M114 (Target : MET x MET Payload : Maytansinoid)	Regeneron		미국, 프랑스, 한국 1/2상	임상 중단 (2025.02)	
AZD9592 (Target : EGFR x cMET Payload : TOP1i)	AstraZeneca		다국가 1상		
IMGN151 (Target : FOLR1 x FOLR1 Payload : DM21-L-G)	AbbVie / Immunogen		다국가 1상	M&A \$ 10.1B	→ abbvie
KM-501 (Target : HER2 x HER2 Payload : Undisclosed)	Xuanzhu Biopharmaceutical		중국 1상		
DM001, DM002, DM005 (Target : EGFR x TROP2, HER3 x MUC1, EGFR x c-MET Payload : TOP1i)	Doma		DM001 : 미국, 호주 1상 DM002 : 미국, 호주 1상 DM005 : 호주 1상		
JS212 (Target : EGFR x HER3 Payload : Undisclosed)	Junshi Biosciences		중국 1/2상		
AK146D1 (Target : Trop2 x Nectin4 Payload : Undisclosed)	Akeso		중국, 호주 1상		
JY201 JY207 (Target : PD-L1 x CD47 Payload : PEG-MMAE)	Shenzhen Enduring Biotech		비임상		
BIO-201 (Target : HER2 x TROP2 Payload : TOP1i)	BiOneCure Therapeutics		비임상		
YH012 (Target : HER2 x TROP2 Payload : MMAE)	Biocytogen		비임상		
DB-1418 (Target : EGFR x HER3 Payload : TOP1i)	Duality Biotherapeutics		비임상		

자료: 에이비엘바이오, 메리츠증권 리서치센터

에이비엘바이오 파이프라인 현황

2026 Outlook #15
제약/바이오

에이비엘바이오 파이프라인 현황

Modality ¹		Code	Target & Platform		적응증	비임상 > 임상 1상 > 임상 2상 > 임상 3상 > 신약승인	파트너	
신약	신생혈관억제	ABL001	VEGF	DLL4	담도암	Ph 2/3 - 미국 NCT05506943	FDA Fast Track Designation (테스트 트랙 지정, 2024.04)	COMPASS
					대장암	Ph 2 - 미국 NCT05513742		COMPASS
Grabody-B Bispecific Antibody	항체	ABL301	α-synuclein	IGF1R	대장암	Ph 1/2 - 중국 NCT05167448		EpiScience
	Nucleotide ² , 항체 등	Unknown	Novel Targets		파킨슨병	Ph 1 - 미국 NCT05756920		sanofi
Grabody-T T cell Engager	T cell Engager	ABL503	PD-L1	4-1BB	퇴행성뇌질환			GSK
		ABL111	Claudin18.2		고형암	Ph 1 - 미국, 한국 NCT04762641		I-MAB
		ABL105	HER2		위식도암	Ph 1 - 미국, 중국 NCT04900818	FDA Orphan Drug Designation (희귀의약품 지정, 2022.03)	I-MAB Bristol Myers Squibb
		ABL103	B7-H4		고형암	Ph 1/2 - 한국, 호주 NCT05523947		yuhan
		ABL104	EGFR		고형암	Ph 1b2 - 미국, 한국, 호주 NCT07158918		MSD
					고형암	Ph 1/2 - 한국 NCT06975410		yuhan
ADC ³	ABL202	ROR1	ProPBD	고형암, 혈액암	Ph 1 - 미국, 호주, 중국 NCT05279300		三星藥業 SANGHVI PHARMACEUTICALS	
4세대 ADC ³ (이중항체 ADC ³)	ABL206	비공개	비공개	TOP1i	고형암			
	ABL209	비공개	비공개	TOP1i	고형암			
	ABL20X	비공개	비공개	TOP1i	비공개			

: Licence-out

: Licence-in

: Collaboration

자료: 에이비엘바이오, 메리츠증권 리서치센터

에이비엘바이오(298380)

2026 Outlook #15

제약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	65.6	33.4	132.9	79.7	45.2
매출액증가율(%)	-2.6	-49.0	297.9	-40.0	-43.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	65.6	33.4	132.9	79.7	45.2
판매비와관리비	68.2	92.8	138.6	102.3	89.8
영업이익	-2.6	-59.4	-5.7	-22.6	-44.6
영업이익률(%)	-4.0	-177.8	-4.3	-28.3	-98.6
금융손익	1.3	3.6	1.4	3.2	1.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	0.2	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	-2.7	-55.5	-4.2	-19.3	-43.1
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-2.7	-55.5	-4.2	-19.3	-43.1
지배주주지분 순이익	-2.7	-55.5	-4.2	-19.3	-43.1
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	75.5	144.2	145.3	130.9	82.7
현금및현금성자산	28.1	56.3	77.4	76.3	29.7
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	84.6	87.8	88.3	73.3	68.5
유형자산	76.0	85.4	84.6	69.8	65.1
무형자산	2.5	2.4	2.8	2.6	2.5
투자자산	3.6	0.0	0.9	0.9	0.9
자산총계	160.1	232.0	233.5	204.2	151.2
유동부채	41.8	63.4	64.0	54.0	44.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	43.0	43.0	43.0	43.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	44.3	1.3	1.5	1.5	1.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	43.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	86.1	64.7	65.5	55.5	45.5
자본금	24.0	27.0	27.2	27.2	27.2
자본잉여금	363.8	511.0	517.0	517.0	517.0
기타포괄이익누계액	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	-342.3	-398.3	-402.5	-421.8	-464.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	74.1	167.3	168.0	148.7	105.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-28.4	-69.4	16.2	-12.4	-46.2
당기순이익(손실)	-2.7	-55.5	-4.2	-19.3	-43.1
유형자산감가상각비	2.4	2.2	19.2	16.8	6.8
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	-33.0	-20.8	-2.5	-10.0	-10.0
투자활동 현금흐름	29.9	-47.2	2.1	11.3	-0.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-5.7	-9.0	-16.4	-2.0	-2.0
투자자산의 감소(증가)	24.9	3.6	-0.8	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	1.4	144.6	3.3	0.0	0.0
차입금증감	1.7	-0.3	0.6	0.0	0.0
자본의증가	2.6	150.3	6.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.9	28.2	21.1	-1.1	-46.6
기초현금	25.1	28.1	56.3	77.4	76.3
기말현금	28.1	56.3	77.4	76.3	29.7
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,370	696	2,582	1,446	820
EPS(지배주주)	-55	-1,156	-82	-351	-781
CFPS	155	-1,064	297	-102	-684
EBITDAPS	-1	-1,186	265	-102	-684
BPS	1,547	3,094	3,047	2,697	1,916
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-444.8	-25.9	-1,191.9	-278.2	-124.8
PCR	158.7	-28.1	328.8	-956.8	-142.6
PSR	18.0	43.0	37.8	67.4	118.9
PBR	15.9	9.7	32.0	36.2	50.9
EBITDA(십억원)	-0.0	-57.0	13.6	-5.6	-37.7
EV/EBITDA	-38,357.7	-23.6	386.8	-941.3	-141.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.7	-46.0	-2.5	-12.2	-33.9
EBITDA이익률	0.0	-170.5	10.3	-7.0	-83.4
부채비율	116.2	38.7	39.0	37.4	43.1
금융비용부담률	3.3	0.1	0.3	0.5	0.9
이자보상배율(x)	-1.2	-1,647.4	-14.2	-53.4	-110.2
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)					

한미약품 (128940) GLP-1 반환의 그림자 벗고, 임상 데이터로 증명

Analyst 김준영
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	570,000원
현재주가 (11. 12)	479,500원
상승여력	18.9%

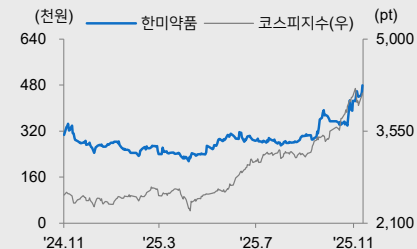
KOSPI	4,150.39pt
시가총액	61,429억원
발행주식수	1,281만주
유동주식비율	48.59%
외국인비중	11.04%
52주 최고/최저가	479,500원/215,000원
평균거래대금	556.7억원

주요주주(%)

한미사이언스 외 4 인	50.39
국민연금공단	11.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.3	77.9	53.2
상대주가	17.7	11.8	-8.4

주가그래프



Efinopegdutide MASH 임상 2상 결과 공개 임박

- Merck에 기술 이전한 Efinopegdutide의 MASH 임상 2상 결과 발표를 2026년 초로 예상
- MASH 시장에 대한 빅파마의 관심이 높아지는 가운데, Novo Nordisk와 Roche가 FGF21 타겟으로 파이프라인을 개발 중인 Akero와 89bio를 각각 최대 52억 달러, 35억 달러 규모로 인수하며 MASH 치료제 포트폴리오 확보
- 현재 MASH 치료제로 승인된 약물은 Madrigal의 Rezdiffra와 Novo Nordisk의 Wegovy 두 가지뿐이며, Best-in-class 약물이 부재한 상황에서 Efinopegdutide의 임상 2b상 결과가 긍정적으로 도출 시 신약 가치 상승 가능성

투자의견 Buy, 적정주가 57만원 상향

- GLP-1 개발 능력이 점점 입증됨에 따라 국내 상위 제약사(녹십자, HK이노엔, 동아에스티) 평균 12m forward EV/EBITDA 11.5배에 20% 프리미엄 부여
- Efpeglenatide의 국내 비만 3상 40주 결과에서, 위고비의 STEP7 비당뇨 아시아인 환자군 44주 투여 결과와 비교 시 위약군 보정 체중 감량 효과가 각각 8.8%, 9.4%로 유사한 수준
- 위장관 부작용은 위고비(STEP1, 68주) 대비 더 낮은 발생률로 우월한 데이터 도출
- 임상 결과는 경쟁력을 확보하였기에, 적절한 가격 선정 시 국내 비만 시장 침투가 가능하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,490.9	220.7	146.2	11,415	76.6	74,580	30.9	4.7	15.3	16.0	72.6
2024	1,495.5	216.2	121.3	9,470	-17.0	84,685	29.6	3.3	12.9	11.9	62.9
2025E	1,525.8	231.8	159.6	12,461	31.6	97,329	36.4	4.7	18.6	13.7	46.8
2026E	1,621.9	229.6	151.2	11,801	-5.3	114,386	38.5	4.0	18.1	11.1	37.4
2027E	1,726.3	253.3	172.9	13,493	14.3	133,133	33.6	3.4	16.3	10.9	30.0

한미약품 실적 추정 및 전망

2026 Outlook #15
 제약/바이오

한미약품(연결) 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	391.0	361.3	362.3	411.2	425.1	385.9	376.0	434.9	1,495.5	1,525.8	1,621.9
% YoY	(3.2)	(4.5)	0.1	17.0	8.7	6.8	3.8	5.8	0.3	2.0	6.3
한미약품	295.0	276.4	269.1	295.8	313.4	294.2	281.1	314.6	1,114.1	1,136.3	1,203.3
북경한미유한공사	96.5	86.7	94.1	116.9	111.9	92.8	95.0	122.0	385.6	394.2	421.6
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	25.9	26.0	26.2	19.6	29.5	108.9	88.9	101.3
연결조정	23.4	24.8	18.1	27.3	26.2	27.3	19.7	31.2	113.1	93.5	104.4
매출총이익	213.6	204.7	205.5	226.2	235.9	214.2	208.7	241.4	817.0	850.1	900.1
GPM (%)	54.6	56.7	56.7	55.0	55.5	55.5	55.5	55.5	54.6	55.7	55.5
영업이익	59.0	60.4	55.1	57.3	65.6	56.2	44.2	63.6	216.2	231.8	229.6
% YoY	(23.0)	4.0	8.0	88.2	11.1	(7.0)	(19.7)	10.9	(2.0)	7.2	(1.0)
OPM (%)	15.1	16.7	15.2	13.9	15.4	14.6	11.8	14.6	14.5	15.2	14.2
당기순이익	44.7	43.0	45.4	41.6	48.5	40.6	31.4	47.5	140.4	174.7	168.0
% YoY	(29.4)	(8.6)	29.9	(970.4)	8.6	(5.6)	(30.8)	14.1	(15.1)	24.4	(3.8)
NPM (%)	11.4	11.9	12.5	10.1	11.4	10.5	8.4	10.9	9.4	11.4	10.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

한미약품 적정주가 산출

(십억원)	비고
한미약품의 영업가치 (A)	4,596.5 국내 상위 제약사 12mth forward EV/EBITDA 11.5배에 20% 프리미엄 부여
한미약품의 신약가치 (B)	2,631.2 DCF valuation
1) NASH dual agonist	1,299.7
2) NASH triple agonist	311.5
3) Efteglenatide	460.0
4) LA-TRIA	560.0
순 차입금 (C)	24.7 2026년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	7,203.1
주식수 (E)	12,680 천주 유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	570,000원

자료: 메리츠증권 리서치센터

Efinopegdutide 신약 가치 추정

2026 Outlook #15
제약/바이오

Efpeglenatide DCF valuation

(십억원)	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
미국 성인 인구수 (백만명)	271.1	275	279.4	284.5	290.2	296.6	303.8	311.8	320.7	330.4
MASH 환자비	13.6	13.7	14.0	14.2	14.5	14.8	15.2	15.6	16.0	16.5
F2/F3 환자비	7.7	7.8	8.0	8.1	8.3	8.5	8.7	8.9	9.1	9.4
개발 일정 및 특허 만료 가정	허가									
가정 MS	1%	2%	5%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
매출 (백만달러)	667.7	1,354.1	3,439.9	5,603.6	5,716.7	5,843.7	5,985.6	6,143.1	6,317.3	6,509.5
계약금 및 마일스톤 수익 (백만달러)										
로열티수익	86.8	176	447.2	728.5	743.2	759.7	778.1	798.6	821.3	846.2
원화환산수익 (십억원)	117.2	237.6	603.7	983.4	1,003.3	1,025.6	1,050.5	1,078.1	1,108.7	1,142.4
법인세	23.4	47.5	120.7	196.7	200.7	205.1	210.1	215.6	221.7	228.5
FCF	93.7	190.1	483.0	786.7	802.6	820.5	840.4	862.5	887.0	913.9
영구 성장률										
배분비율										
WACC										
PVIF	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PV of FCFF	64.2	122.3	291.8	446.4	427.6	410.4	394.7	380.4	367.3	355.4
NPV of FCFF	3,260.5									
Terminal value	4,985.1									
PV of Terminal value	1,938.3									
Total	5,198.8									
임상시험 성공확률(25%) 적용	1,299.7									

주: 미국 성인 인구 중 MASH 환자비 5.0%, 미국 성인 MASH 환자 인구 중 F2/F3 환자비 57.0% 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

Efpeglenatide 신약 가치 추정

2026 Outlook #15
제약/바이오

Efpeglenatide DCF valuation

(십억원)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
한국 인구수 (백만명)	51.7	51.6	51.5	51.5	51.4	51.3
비만 환자수	19.1	19.0	19.0	19.0	19.0	18.9
점유율 (%)		0.02%	0.05%	0.10%	0.20%	0.25%
매출 (십억원)		64.0	159.7	319.0	318.5	397.6
NOPLAT	-	16.0	39.9	79.8	79.6	99.4
Sum of NPV	250.7					
Terminal value	286.8					
PV of Terminal value	209.3					
Total	460.0					

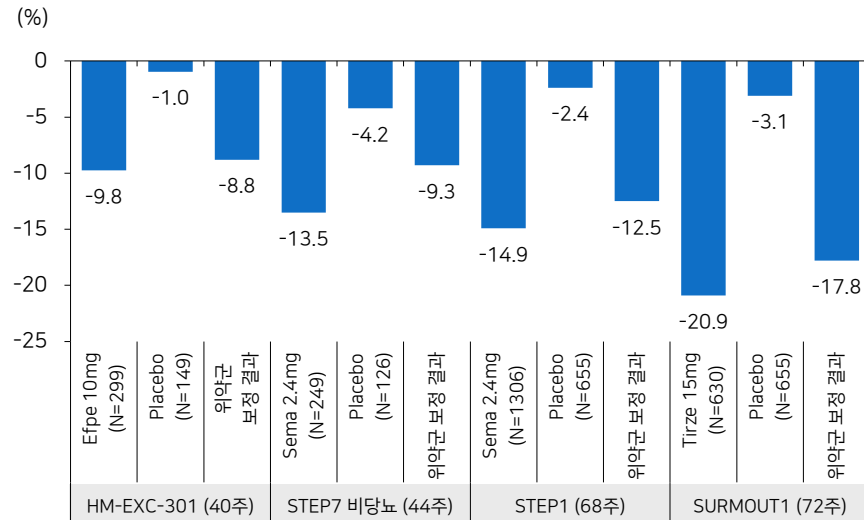
주: 비만 환자수 BMI < 35kg/m2 비율 36.9%(대한비만학회), OPM 45%, 법인세율 20%, 영구성장률 -15.0%, WACC 6.5% 가정
가격 2026 ~ 2028: 1,680,000원(14만원 x 12개월), 2029 ~: 840,000(7만원 x 12개월), 2029년 위고비 특허 만료에 따른 제네릭 등장 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 비만 시장 엠티 포인트 1) 효능과 부작용

2026 Outlook #15
제약/바이오

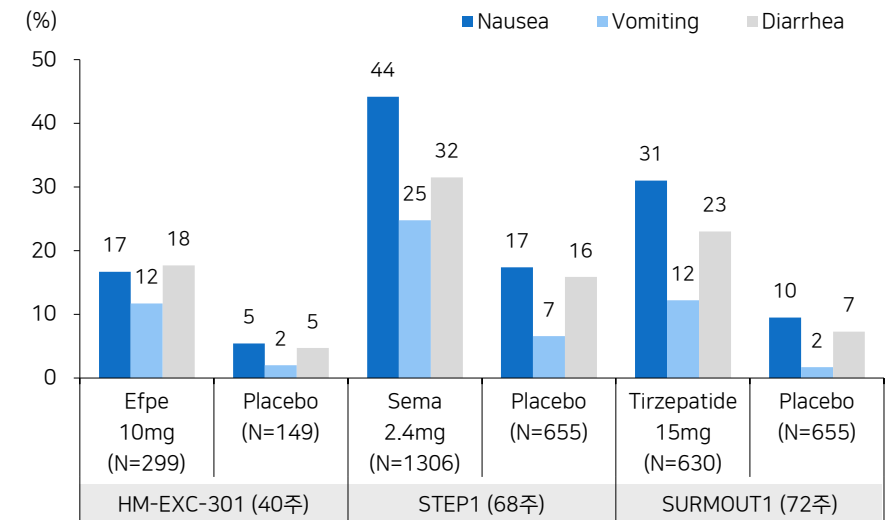
- Efpeglenatide의 국내 비만 임상 3상 결과, 효능을 직접적으로 위고비의 STEP1, 마운자로의 SURMOUNT1 임상과 비교에는 한계 존재
- 투여 기간 및 환자군이 비슷한 위고비의 STEP7 비당뇨 환자군과 비교 시, 위약군 보정 체중 감량 효과 9.3%가 도출되며 Efpeglenatide의 40주 투여 8.8%와 비슷한 수준 도출
- 위장관 부작용 비교 시 위고비, 마운자로 대비 개선된 결과를 도출

Efpeglenatide, 위고비, 마운자로 체중 감량 결과 비교



자료: 한미약품, STEP1, STEP7, SORMOUNT1, 메리츠증권 리서치센터

Efpeglenatide, 위고비, 마운자로 부작용 결과 비교



자료: 한미약품, STEP1, SORMOUNT1, 메리츠증권 리서치센터

국내 비만 시장 엿지 포인트 2)약가와 마진

2026 Outlook #15
제약/바이오

- 위고비, 마운자로 최고 용량 기준 판매가는 월 40만원 이상이기에 연간 약 500만원의 비용 부담이 비만 환자에게 존재
- 더불어 병원, 약국의 마진은 기존 삭센다 대비 위고비, 마운자로가 낮은 상황
- 즉 위고비, 마운자로 대비 높은 마진을 통해 의료진을, 낮은 약가를 바탕으로 환자를 공략하면 국내 비만 시장 공략 가능

삭센다, 위고비의 공급가, 판매가, 마진 현황(1개월)

	용량	공급가	판매가	마진액	마진율
삭센다	2펜	154,100	251,090	96,990	63%
위고비	0.25 mg	215,760	265,000	49,240	23%
	0.5 mg	260,400	295,000	34,600	13%
	1 mg	297,600	330,000	32,400	11%
	1.7 mg	334,800	400,000	65,200	19%
	2.4 mg	372,000	450,000	78,000	21%

자료: 닥터나우, 메리츠증권 리서치센터

마운자로의 공급가, 판매가, 마진 현황(1개월)

	용량	공급가	판매가	마진액	마진율
마운자로	2.5 mg	278,066	330,000	51,934	19%
	5 mg	369,307	410,000	40,693	11%
	7.5 mg	521,377	-	-	-
	10 mg	521,377	-	-	-
	12.5 mg	-	-	-	-
	15 mg	-	-	-	-

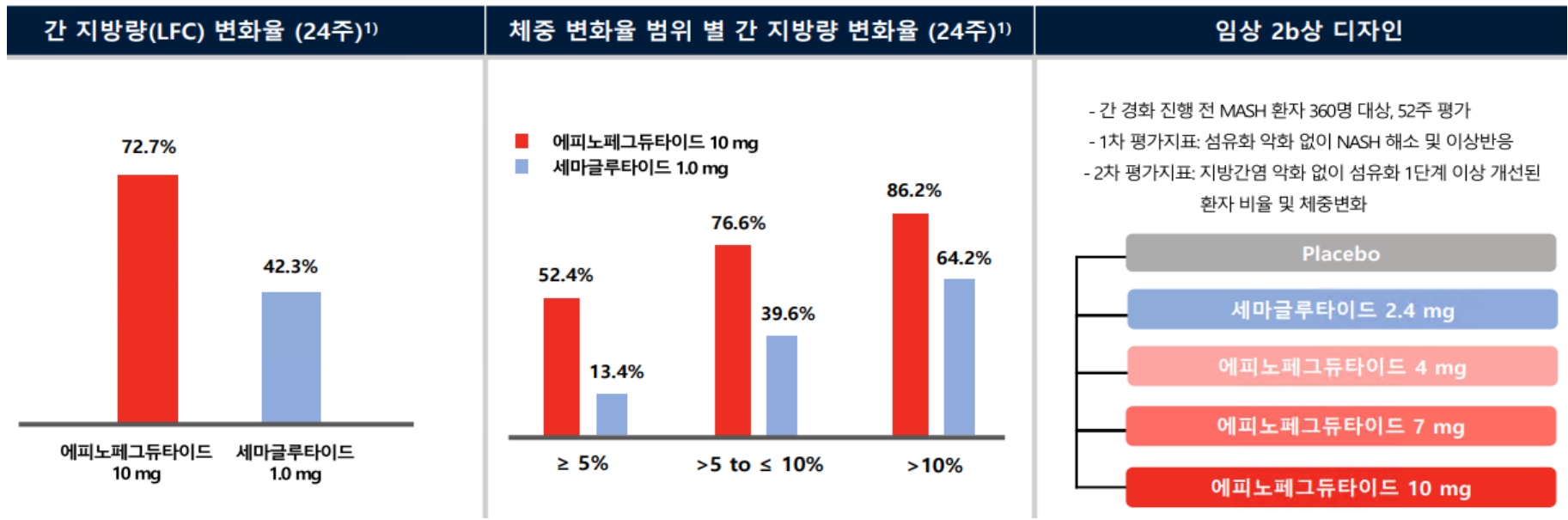
자료: 닥터나우, 메리츠증권 리서치센터

26년 초 공개 예상되는 Efinopegdutide의 MASH 임상 2b상 결과

6 Outlook #15
제약/바이오

- Efinopegdutide noncirrhotic MASH 환자 대상 임상 2b상 Primary completion 일정은 25.12.29
- Cirrhotic MASH 환자 대상 임상 2a상 Primary completion 일정은 26.09.21
- Noncirrhotic MASH 임상 2b상 결과 발표 26년 초 예상

Efinopegdutide의 MASH 임상 2a 지방간 감소 효과와 임상 2b상 디자인



자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

한미약품 파이프라인 현황

2026 Outlook #15

제약/바이오

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페거글루카곤+에페글레나타이드 [LAP ² Glucagon Combo] 비만/대사성질환	HM17321 [LA-UCN2] 비만	HM15275 [LA-GLP/GIP/GCG] 비만	에페글레나타이드 [LAP ² Exd4 analog] 제2형 당뇨병, 비만	
			에피노페그듀타이드 [AP ² GLP/GCG agonist] 대사이상 관련 간염(비알콜성 지방간염) MSD		
			에포시페그트루타이드 [LAP ² Triple agonist] 대사이상 관련 간염(비알콜성 지방간염)		
항암	HM101207 [SOS1] 고형암	롤론티스(Rolantis) [®] [에플라페그라스틴] 호중구 감소증 (당일투여요법) Assertio	벨바라페닙 [pan-RAF 저해제] BRAF 변이 및 융합 고형암 Roche	포지오티닙 [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법 Assertio	롤론티스(Rolantis) [®] [에플라페그라스틴] 호중구 감소증 Assertio
	HM100714 [sHER2] 비소세포폐암	벨바라페닙 [pan-RAF 저해제] 흑색종 등 고형암 Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암 RAPT	오락솔 (Oraxol) [®] [엔서퀴다+파클리탁셀] 유방암 등 고형암 Health Hope Pharma	
		BH2950 [PD-1/HER2 BsAb] 고형암 Innovent	포셀티닙 [multi-TEC] 원발성 중추신경계 림프종 NOBO Medicine		
		투스페티닙 [MKI] 급성골수성 백혈병 Aptose			
		HM97662 [EZH1/2 저해제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-L1/4-1BB BsAb] 고형암, '키트루다' 병용 임상 B			
		HM16390 [LAP ² IL-2 analog] 고형암			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [LAP ² Triple agonist] 특발성 폐성유증	HM15421 [LA-GLA] 파브리병 GC	에페거글루카곤 [LAP ² Glucagon analog] 선천성 고인슐린혈증		히알루마주 [히알루론산 나트륨] 슬관절의 용량 증감 용액 Arthrex
			소네페글루타이드 [LAP ² GLP-2 analog] 단장 중후군		
			에페소마트로핀 [AP ² HGH] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] 건성 노인성황반변성 Allegro Heifei AffaMed		

B 북경한미 업데이트 HM17321: 임상 1상 IND 신청, HM15275: 임상 2상 IND 신청, 에페글레나타이드: 임상 3상 Topline 발표, 적응증 확장(당뇨), 롤론티스(Rolantis)[®]: AI 제형 품목허가 제출

자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

한미약품(128940)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,490.9	1,495.5	1,525.8	1,621.9	1,726.3
매출액증가율(%)	12.0	0.3	2.0	6.3	6.4
매출원가	661.6	678.5	675.8	721.7	768.2
매출총이익	829.3	817.0	850.1	900.2	958.1
판매비와관리비	608.6	600.9	618.2	670.6	704.8
영업이익	220.7	216.2	231.8	229.6	253.3
영업이익률(%)	14.8	14.5	15.2	14.2	14.7
금융손익	-22.2	-18.9	-10.7	-6.2	-1.0
종속/관계기업관련손익	-1.3	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-3.2	-26.0	-16.6	-21.0	-20.9
세전계속사업이익	194.0	171.3	204.6	202.4	231.4
법인세비용	28.6	30.8	29.8	34.4	39.3
당기순이익	165.4	140.4	174.7	168.0	192.1
지배주주지분 순이익	146.2	121.3	159.6	151.2	172.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	730.6	746.3	808.2	964.9	1,147.5
현금및현금성자산	55.0	192.3	120.6	213.9	326.6
매출채권	168.1	238.3	253.9	285.8	321.6
재고자산	288.8	300.9	305.2	330.4	357.6
비유동자산	1,168.0	1,274.5	1,257.5	1,290.7	1,323.5
유형자산	833.2	795.6	782.8	797.9	811.0
무형자산	81.1	94.1	106.3	120.2	132.5
투자자산	44.6	172.5	159.5	167.7	178.9
자산총계	1,898.7	2,020.8	2,065.8	2,255.6	2,471.0
유동부채	704.8	682.8	580.5	551.3	523.5
매입채무	45.2	38.6	45.2	47.8	51.3
단기차입금	336.1	370.6	306.5	274.5	242.5
유동성장기부채	145.4	31.2	28.1	20.1	12.1
비유동부채	93.7	97.3	78.5	62.3	46.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	82.0	85.9	66.6	50.6	34.6
부채총계	798.5	780.1	659.0	613.6	569.6
자본금	31.4	32.0	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	412.0	411.3	411.3	411.3	411.3
기타포괄이익누계액	-29.9	4.0	19.0	99.0	179.0
이익잉여금	582.0	680.9	827.9	966.4	1,126.5
비지배주주지분	144.8	155.9	159.9	176.7	195.9
자본총계	1,100.2	1,240.8	1,406.8	1,642.1	1,901.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	216.5	193.5	231.2	223.0	245.8
당기순이익(손실)	165.4	140.4	174.7	168.0	192.1
유형자산감가상각비	86.0	85.5	86.6	88.9	90.9
무형자산상각비	12.4	11.8	12.4	14.1	15.7
운전자본의 증감	-57.4	-90.3	-42.2	-48.0	-52.9
투자활동 현금흐름	-183.5	24.9	-174.1	-61.1	-64.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-27.4	-39.3	-34.4	-24.0	-24.0
투자자산의 감소(증가)	25.8	-127.9	13.0	-8.2	-11.3
재무활동 현금흐름	-126.8	-93.8	-122.8	-68.5	-68.4
차입금증감	-105.5	-76.2	-85.5	-55.8	-55.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-92.4	137.3	-71.7	93.4	112.7
기초현금	147.3	55.0	192.3	120.6	214.0
기말현금	55.0	192.3	120.6	214.0	326.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	116,376	116,736	119,102	126,601	134,752
EPS(지배주주)	11,415	9,470	12,461	11,801	13,493
CFPS	25,861	24,961	26,085	24,324	26,454
EBITDAPS	24,912	24,473	25,823	25,962	28,085
BPS	74,580	84,685	97,329	114,386	133,133
DPS	490	1,250	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	30.9	29.6	36.4	38.5	33.6
PCR	13.6	11.2	17.4	18.7	17.2
PSR	3.0	2.4	3.8	3.6	3.4
PBR	4.7	3.3	4.7	4.0	3.4
EBITDA(십억원)	319.2	313.5	330.8	332.6	359.8
EV/EBITDA	15.3	12.9	18.6	18.1	16.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.0	11.9	13.7	11.1	10.9
EBITDA이익률	21.4	21.0	21.7	20.5	20.8
부채비율	72.6	62.9	46.8	37.4	30.0
금융비용부담률	1.9	1.6	1.1	0.9	0.7
이자보상배율(x)	7.7	8.9	13.3	15.9	20.5
매출채권회전율(x)	8.6	7.4	6.2	6.0	5.7
재고자산회전율(x)	5.4	5.1	5.0	5.1	5.0

리가켄바이오 (141080) 1차 치료를 넘어 초기 치료 옵션으로 확장 중인 ADC

Analyst 김준영
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (11. 12)	170,700원
상승여력	11.3%

KOSDAQ	906.51pt
시가총액	62,494억원
발행주식수	3,661만주
유동주식비율	69.90%
외국인비중	11.86%
52주 최고/최저가	170,700원/89,500원
평균거래대금	606.5억원

주요주주(%)

팬 오리온 코프. 리미티드 외 8 인	26.28
국민연금공단	6.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.3	76.0	28.7
상대주가	7.5	40.8	0.9

주가그래프



Enhertu의 Neoadjuvant/Adjuvant HER2 양성 유방암 임상 성공에 따른 Q의 확장

- ESMO2025에서 Destiny-Breast11, Destiny-Breast05 긍정적 결과 공개되며 수술 전후 보조요법 (Neoadjuvant/Adjuvant)으로 초기 유방암 환자 확보 가능성 증가
- 다만 여전히 존재하는 독성, 내성 관리 문제와 Sequence 전략의 고민이 의료진에게 남아있는 상황

경쟁사들의 TROP2 ADC 개발 전략으로 살펴보는 LCB84의 중요성

- ESMO 2025에서 공개된 TROPION-Breast02, ASCENT-03, OptiTROP-Breast02, OptiTROP-Lung04
- Gilead의 Trodelvy, AZ의 Datroway는 TNBC(삼중음성유방암) 1차 치료 임상에서 긍정적 결과 도출, Merck의 Sac-TMT는 HR 양성 유방암 1차 및 EGFR 변이 NSCLC(비소세포폐암) 2차 치료 임상에서 긍정적 결과 도출
- TROP 2 ADC 경쟁 약물의 임상적 PoC에 따라 LCB84에 대한 J&J의 2천만 달러 규모의 단독 개발 옵션 행사 가능성 증가

투자의견 Buy, 적정주가 19만원 상향

- ADC 독성 관리가 주요해지는 만큼 임상적 안전성을 검증한 Conjuall 플랫폼의 가치를 상향
- Enhertu 내성 시장을 타겟할 수 있는 LCB14, Enhertu 내성 환자 대상 임상 1b상 결과에 따라 가파른 성장세를 보이는 Enhertu 내성 시장 포지셔닝 가능할 것으로 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	34.2	-80.8	-73.7	-2,775	50.0	5,215	-23.4	12.5	-22.2	-40.1	27.9
2024	125.9	-20.9	7.8	226	-108.2	16,826	481.9	6.5	-219.9	2.0	19.9
2025E	167.3	-15.6	34.4	938	314.9	16,148	154.7	9.0	-498.9	5.7	20.7
2026E	151.0	-48.2	-1.9	-51	-105.4	16,098	-2,875.2	9.0	-116.8	-0.3	20.5
2027E	151.0	-60.0	-14.1	-386	664.5	15,712	-376.4	9.2	-91.9	-2.4	21.0

리가켄바이오 밸류에이션

2026 Outlook #15
제약/바이오

리가켄바이오 적정주가 산출

(십억원)		비고
리가켄바이오의 신약가치 (A)	4,653.9	DCF valuation
1) LCB14	974.5	
2) LCB84	2,649.1	
3) LCB71	364.5	
4) LCB02A	260.4	
5) LCB41A(LNCB74)	307.7	
6) LCB73	97.8	
Conjuall 플랫폼 가치	1,677.1	플랫폼 거래 합산 총 규모의 40% 반영
순 차입금(B)	-472.4	2026년 말 기준
주주가치 (C=A-B)	6,803.4	
주식수 (D)	35,944천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=C/D)	190,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입

2026 Outlook #15
제약/바이오

- ASCO 2025에서 HER2 양성 유방암 1차 치료 옵션에서 긍정적 결과 도출
- ESMO 2025에서 HER2 양성 유방암 초기 치료(Neoadjuvant, Adjuvant) 옵션에서 긍정적 결과 도출
- HER2 양성 유방암 1차 치료 옵션 PDUFA는 2026년 1월 23일 예정
- HER2 양성 유방암 초기 치료 옵션 PDUFA는 2026년 5월 18일 예정

유방암에서 초기 치료 옵션으로 침투 중인 AstraZeneca의 Enhertu

Early		RECURRENCE	Metastatic		
Neoadjuvant	Post-neoadjuvant		1st line	2nd line	3rd line +
Est. epi (G7, 2024)	34k		23k	17k	11k
Regulatory decision H1'26	To be shared with regulatory authorities		Regulatory decision H1'26	Approved	Approved
<i>Enhertu</i> → THP DESTINY-Breast11 ✓ high-risk early-stage disease	neoadjuvant systemic Tx → residual disease → <i>Enhertu</i> DESTINY-Breast05 ✓ post-neoadjuvant, residual disease		<i>Enhertu</i> + pertuzumab DESTINY-Breast09 ✓	<i>Enhertu</i> DESTINY-Breast03 ✓	<i>Enhertu</i> DESTINY-Breast01/02 ✓

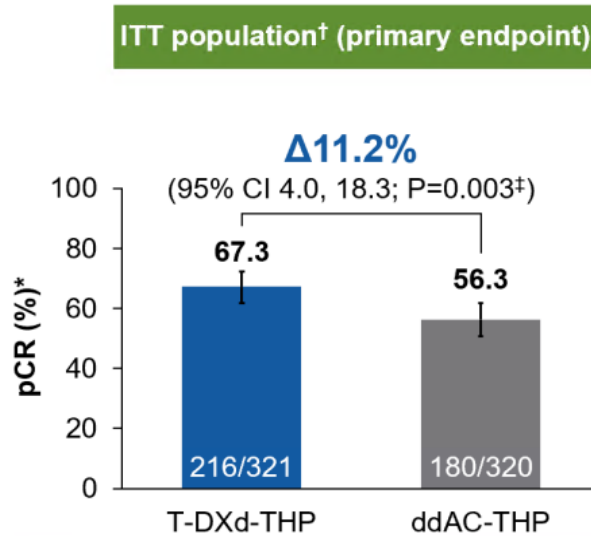
자료: AstraZeneca, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입: 수술 전후 보조 요법으로의 확장

2026 Outlook #15
제약/바이오

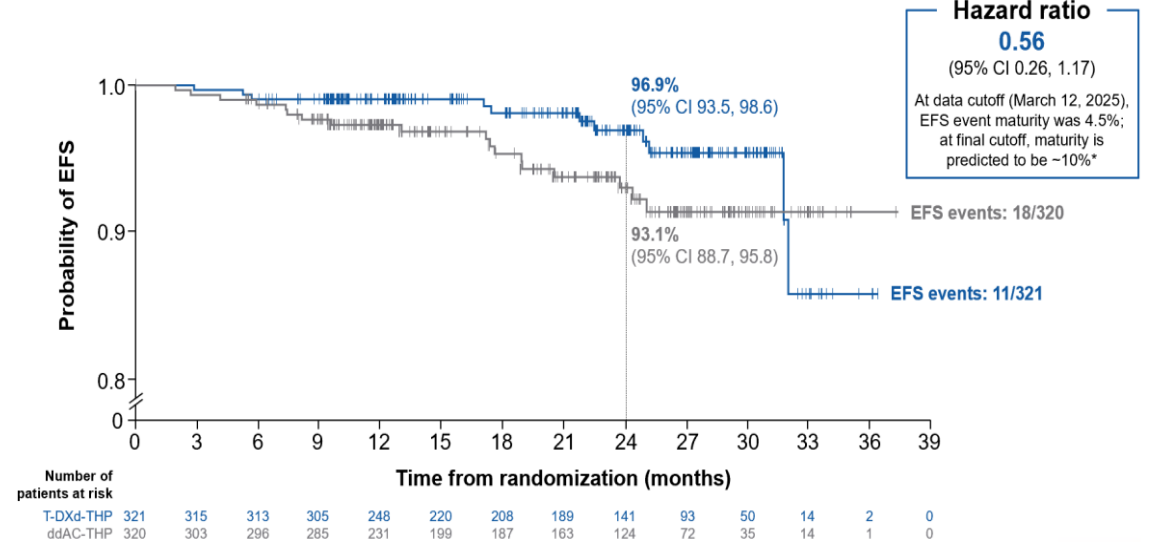
- Neoadjuvant 치료 옵션 DESTINY-Breast11: 수술 전 조기 유방암 환자 대상 임상으로 AstraZeneca의 Enhertu-THP(Trastuzumab, Pertuzumab, Paclitaxel)과 표준요법인 ddAC-THP를 비교하는 임상
- pCR은 병리학적 완전 반응으로 장기 생존 개선과 상관 관계가 높으며 DB-11 결과 표준 요법 대비 11.2% 개선하는 긍정적 결과
- EFS는 재발, 진행, 사망 등의 사건 없이 생존한 기간으로 표준 요법 대비 위험도를 44% 낮추는 긍정적 결과 도출

DESTINY-Breast11 pCR(완전반응) 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

DESTINY-Breast11 EFS(사건 없는 생존기간) 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입: 수술 전후 보조 요법으로의 확장

2026 Outlook #15

제약/바이오

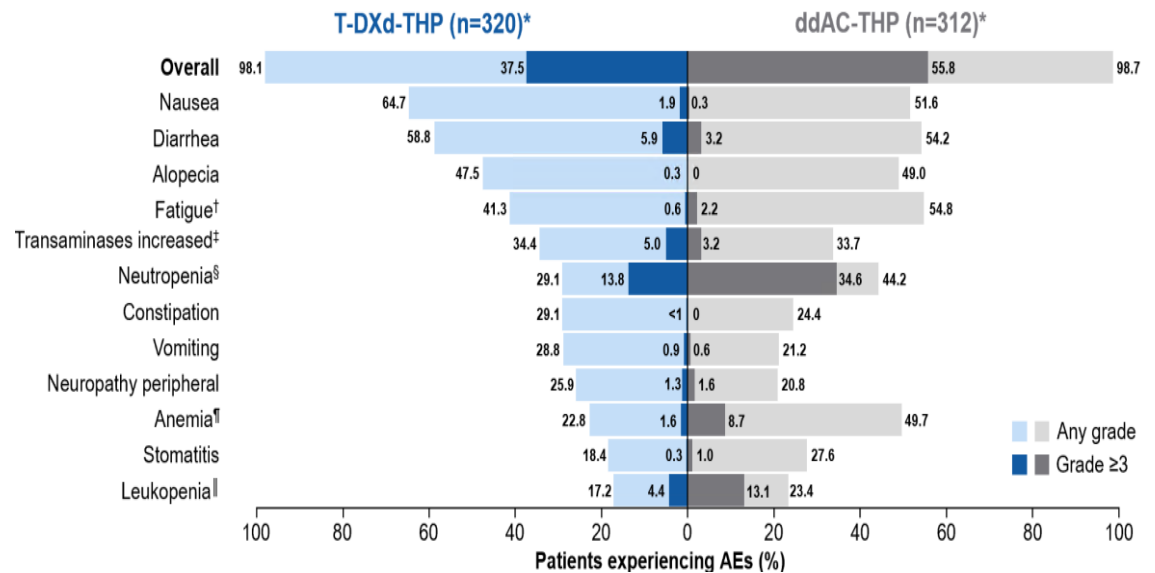
- Neoadjuvant 치료 옵션 DESTINY-Breast11 부작용 결과, Enhertu의 부작용 증세는 다른 임상 3상 결과와 유사
- 기존 요법 대비 Grade 3 이상의 중증 부작용 및 ILD, 심독성 등 개선하는 결과 도출

DESTINY-Breast11 부작용 결과

n (%)	T-DXd-THP (n=320)	ddAC-THP (n=312)
Any AE	314 (98.1)	308 (98.7)
Grade≥3	120 (37.5)	174 (55.8)
Any Serious AE	34 (10.6)	63 (20.2)
AE leading to reduction	58 (18.1)	60 (19.2)
AE leading to interruption	121 (37.8)	170 (54.5)
AE leading to discontinuation	45 (14.1)	31 (9.9)
Any AE with outcome of death	2 (0.6)	2 (0.6)
AE of special interest		
Drug-related adjudicated ILD/ pneumonitis	14 (4.4)	16 (5.1)
Grade≥3	2 (0.6)	6 (1.9)
Grade 5	1 (0.3)	1 (0.3)
Left ventricular dysfunction	4 (1.3)	19 (6.1)
Grade≥3	1 (0.3)	6 (1.9)
Grade 5	0	0
AE leading to surgical delay	11 (3.4)	8 (2.6)

자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

DESTINY-Breast11 부작용 증상별 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

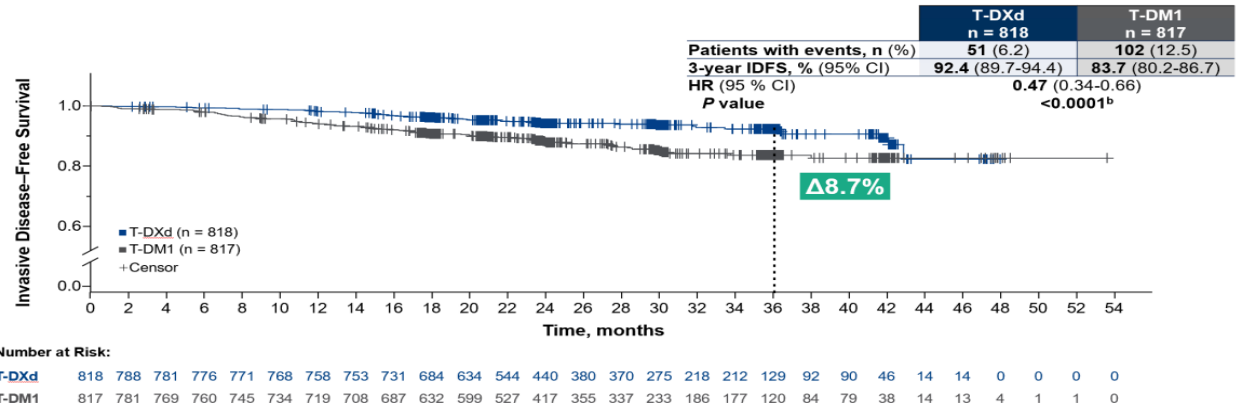
ADC의 초기 치료 옵션 진입: 수술 후 보조 요법으로의 확장

2026 Outlook #15

제약/바이오

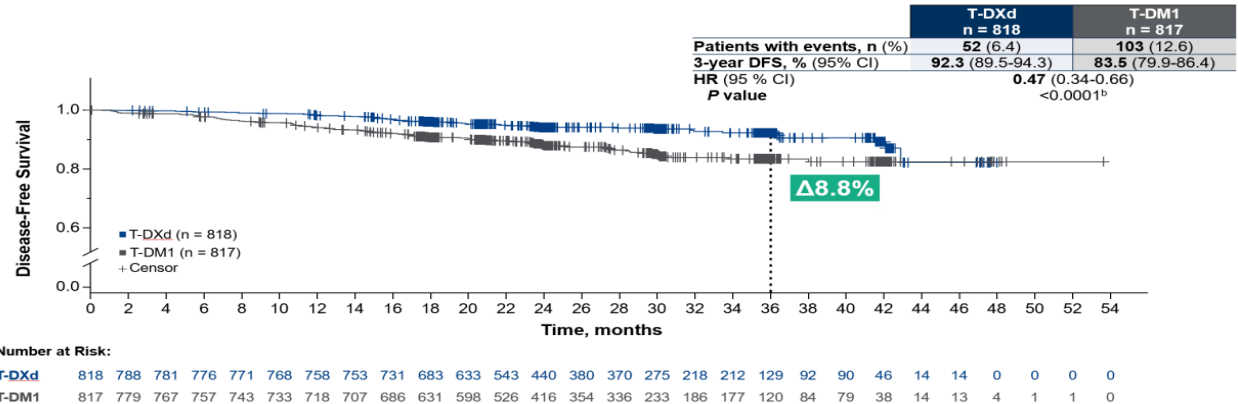
- Adjuvant 치료 옵션
DESTINY-Breast05:
Neoadjuvant 치료 후 침윤성
잔존 병변이 있는 고위험 HER2
양성 조기 유방암 환자 대상
임상 3상 연구로 HER2 ADC인
Kadcyla와 비교하는
H2H(Head to Head) 디자인
- IDFS는 침윤성 재발,
사망까지의 기간으로 Kadcyla
대비 위험도 53% 감소
- DFS는 암 재발, 사망 전까지의
기간인 무병생존기간으로
위험도를 53% 감소하며
통계적, 임상적 유의성 확보

DESTINY-Breast05 IDFS 결과



자료: 메리츠증권 리서치센터

DESTINY-Breast05 DFS 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입: 수술 전후 보조 요법으로의 확장

2026 Outlook #15

제약/바이오

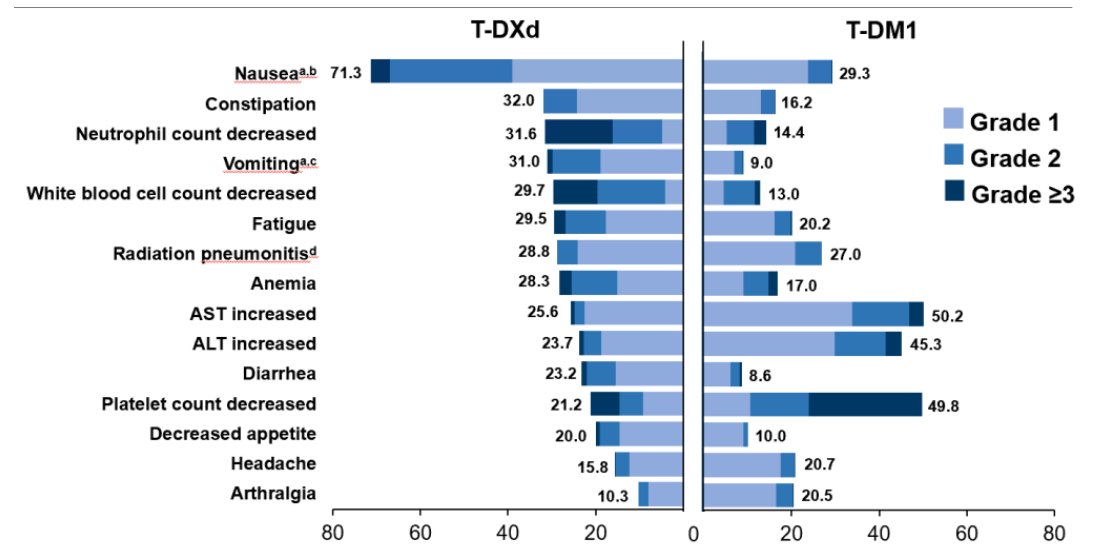
- Adjuvant 치료 옵션 DESTINY-Breast05 부작용 결과, Grade 3 이상의 중증 부작용 Enhertu 환자군 50.6%, Kadcyla 환자군 51.9% 발생
- 치료 중단 비율은 Enhertu 환자군 17.9%, Kadcyla 환자군 12.9% 도출되었으며 이 중 ILD 발생률이 Enhertu 환자군 10.8% 도출
- Enhertu 환자군은 오심(Nausea) 발생률이 높은 반면 Kadcyla 환자군은 혈소판 감소 발생률이 높으며 특히 중증 빈도가 높은 결과

DESTINY-Breast05 부작용 결과

TRAEs, n (%)	T-DXd n=806	T-DM1 n=801
Any grade	802 (99.5)	788 (98.4)
Grade≥3	408 (50.6)	416 (51.9)
Serious	140 (17.4)	109 (13.6)
Associated with drug discontinuation	144 (17.9)	103 (12.9)
Drug-related ILD/pneumonitis	87 (10.8)	20 (2.5)
Associated with drug interruptions	400 (49.6)	329 (41.1)
Associated with dose reductions	213 (26.4)	213 (26.6)
Associated with deaths	3 (0.4)	5 (0.6)

자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

DESTINY-Breast05 부작용 증상별 결과



자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입: TNBC 1L

2026 Outlook #15
제약/바이오

- ESMO 2025에서 공개된 TROP2 ADC의 TNBC 1차 치료제 임상 3상 결과
- AstraZeneca의 Datroway는 TROPION-Breast02에서 PFS 5.2개월 개선 및 위험도 43% 감소, OS 5개월 개선 및 위험도 21% 감소
- Gilead의 Trodelvy는 ASCENT-03에서 PFS 2.8개월 개선 및 위험도 38% 감소, OS는 교차 허용함에 따라 해석은 제한적
- TNBC에서 1차 치료 등재 가능성이 높아지는 상황

TROP2 ADC TNBC 1차 치료 임상 현황

임상명		TROPION-Breast02		ASCENT-03		ASCENT-04	
적응증		PD-L1 저발현 TNBC		PD-L1 저발현 TNBC		PD-L1 고발현 TNBC	
치료 차수		1L		1L		1L	
약물		Dato-DXd	Chemo	SG	Chemo	SG + Pembro	Chemo + Pembro
환자수		323	321	279	279	221	222
효능	ORR(%)	63	29	48	46	60	53
	PFS(개월)	10.8	5.6	9.7	6.9	11.2	7.8
	HR	0.57		0.62		0.65	
	OS(개월)	23.7	18.7	21.5	20.2	-	-
	HR	0.79		0.98(교차허용)		0.89	
부작용	Gr3 이상 TRAE	33	29	61	53	71(TEAE)	70(TEAE)
	Discontinuation	4	7	4	12	12	31

자료: ESMO 2025, ASCO 2025, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입: HR + BC 1L, EGFR 변이 NSCLC 2L

2026 Outlook #15
제약/바이오

- ESMO 2025에서 공개된 TROP2 ADC의 HR + BC 1차 치료, EGFR 변이 NSCLC 2차 치료 임상 3상 결과
- Merck의 Sac-TMT는 OptiTROP-Breast02에서 PFS 4.2개월 개선 및 위험도 65% 감소, OS 결과 미성숙하나 위험도 67% 감소
- OptiTROP-Lung04에서 PFS 4개월 개선 및 위험도 51% 감소, OS 결과 도출되지 않았으나 위험도 40% 감소
- Datroway 대비 PFS, OS 절대값이 높게 나올 가능성 존재

TROP2 ADC HR + 양성 유방암 1차 치료, EGFR 변이 NSCLC 2차 치료 임상 현황

		OptiTROP-Breast02		OptiTROP-Lung04		TROPION-Lung01/05	
적응증		HR + BC(중국)		EGFR변이 NSCLC		EGFR변이 NSCLC	
치료 차수		1L		2L		2L	
약물		Sac-TMT	Chemo	Sac-TMT	Chemo	Dato-DXd	Chemo
환자수		200	199	188	188	117	45
효능	ORR(%)	41.5	24.1	60.6	43.1	43	9
	PFS(개월)	8.3	4.1	8.3	4.3	5.8	2.7
	HR	0.35		0.49			
	OS(개월)	-	-	-	17.4	15.6	12.8
	HR	0.33		0.60			
부작용	Gr3 이상 TRAE	62.0	64.8	58.0	53.8	23	
	Discontinuation	0	0.5	0	0.5	5	

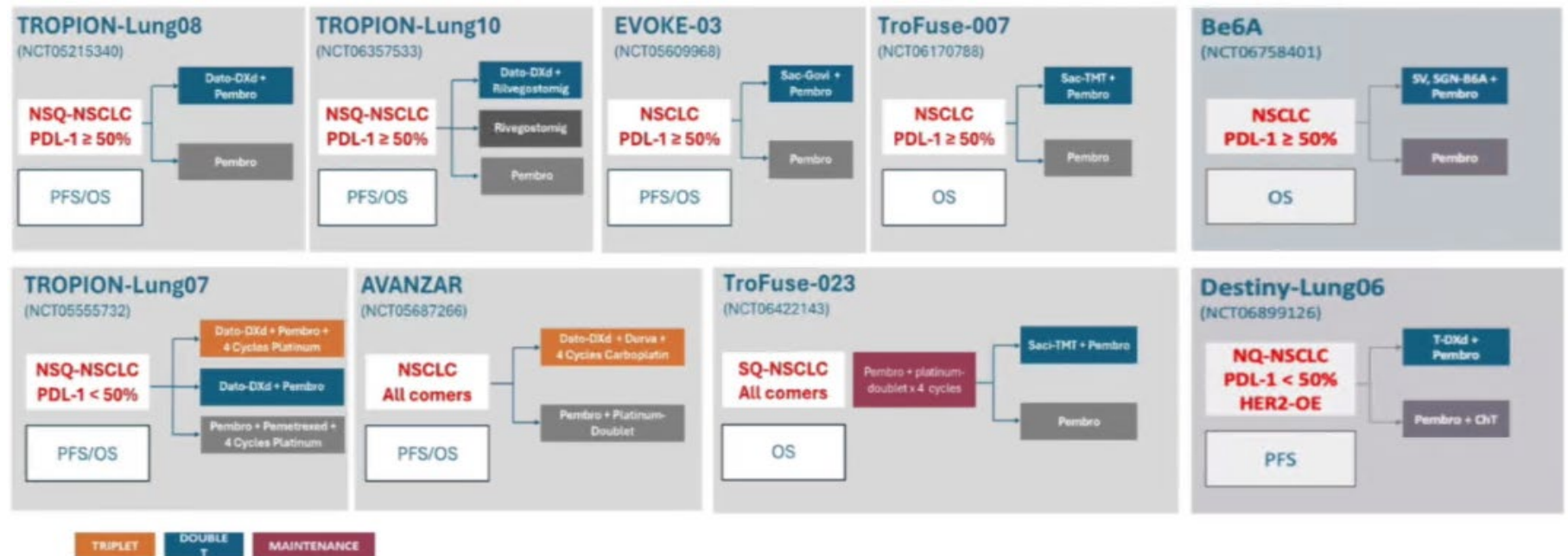
자료: ESMO 2025, Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

TROP2 ADC 개발 전략

2026 Outlook #15
제약/바이오

- Merck의 Sac-TMT 임상 결과가 긍정적이나 중국 임상이라는 한계 존재 즉 글로벌 임상 TroFuse 시리즈에서 증명 필요
- AstraZeneca는 Dato-DXd를 NSCLC 세부 환자군 별로 TROPION 시리즈 임상을 진행하며 시장 침투 전략 견고히 수립 중
- J&J 또한 임상 2상부터는 LCB84의 개발 전략을 적응증, 세부 환자군 별로 구축할 필요성 존재하며 이를 위해서는 단독 개발 옵션 행사 필요

TROP2 ADC 임상 현황

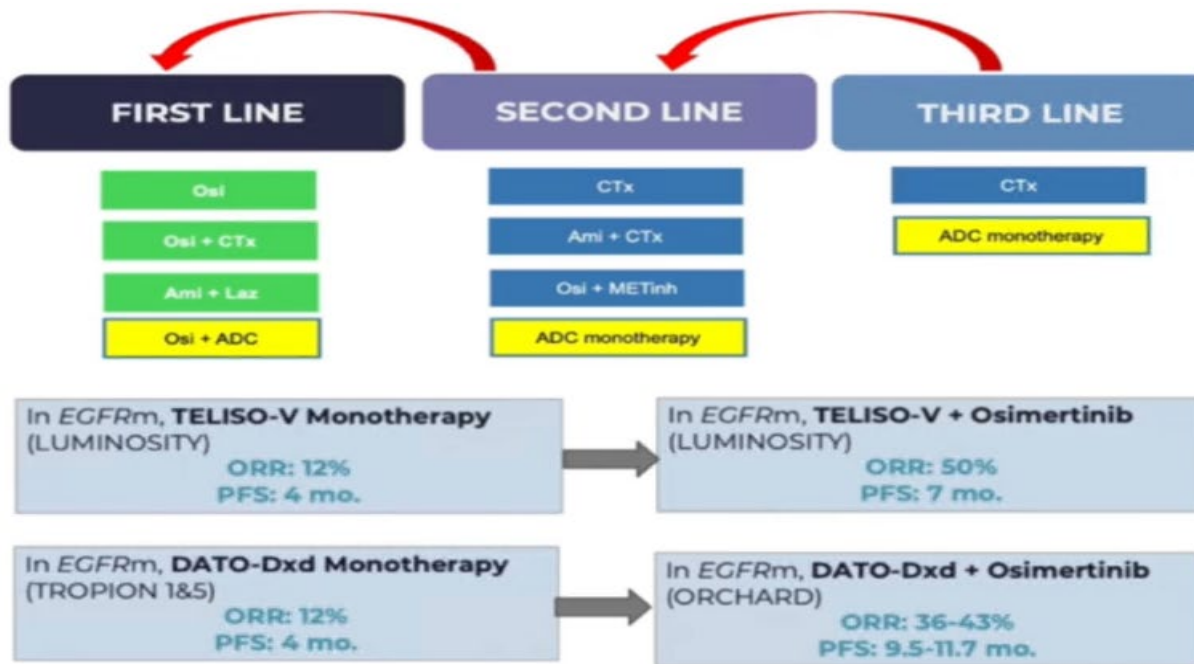


자료: ILCS 2025, 메리츠증권 리서치센터

ADC의 초기 치료 옵션 진입에 따른 의료진의 고민

- ADC가 점점 초기 치료 옵션으로 이동함에 따라 Sequence 전략에 대한 고민이 깊어지는 중
- 병용 요법, 독성 관리, 환자 선별, 내성 관리 등 여러가지 요인을 고려할 필요
- 대부분의 ADC가 Topo1 억제제 계열의 페이로드를 탑재한 만큼 LCB84의 페이로드인 MMAE가 내성 타겟 면에서 장점 보유

초기 치료로 ADC가 갈 수록 늘어나는 의료진의 고민



1. Best sequence strategy
2. ADC + TKIs better?
3. Safety concerns? QoL?
4. Treatment duration
5. Patient selection?
6. Brain activity?

리가캠바이오 파이프라인 현황

2026 Outlook #15
제약/바이오

리가캠바이오 ADC 제품 파이프라인 현황

파이프라인	적응증	후보물질 연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	BLA/NDA	파트너사	비고
Caxmo-E (LCB14/FS-1502/ IKS014) HER2-MMAF	유방암							FOSUN PHARMA 复星医药	중국 판권
	고형암 (유방암 제외)								
	고형암							IKSUDA THERAPEUTICS	중국 제외 글로벌 판권
LCB71(CS5001) ROR1-pPBD	고형암, 혈액암							基石药业 CSTONE PHARMACEUTICALS	
LCB84 TROP2-MMAE	고형암							Johnson & Johnson Innovative Medicine	임상 1/2상
LCB73(IKS03) CD19-pPBD	혈액암							IKSUDA THERAPEUTICS	
LCB97 L1CAM	고형암							ONO ONO PHARMA	
LCB67 DLK1	고형암							-	
SOT106 LRRC15-MMAE	고형암							otio POWERED BY THE MEDICAL	플랫폼계약 파생 ADC 파이프라인
IKS04 CA242-pPBD	고형암							IKSUDA THERAPEUTICS	(ConjuALL 플랫폼 적용해 파트너사가 ADC 개발)
LCB41A(LNCB74) B7-H4-MMAE	고형암								
LCB02A CLDN18.2-TOP1i	고형암								
LCB36 CD20xCD22-pPBD	B세포 림프종								
LCB58A CEACAM5-TOP1i	고형암								
LCB71A AIC	고형암								
LN-4305/LN-4311 Nectin-4-TOP1i/MMAE	고형암								

자료: 리가캠바이오, 메리츠증권 리서치센터

리가켄바이오(141080)

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	34.2	125.9	167.3	151.0	151.0
매출액증가율(%)	2.2	268.7	32.9	-9.8	0.0
매출원가	16.4	16.0	16.0	16.6	16.1
매출총이익	17.8	110.0	151.3	134.4	134.9
판매비와관리비	98.6	130.9	167.0	182.6	194.9
영업이익	-80.8	-20.9	-15.6	-48.2	-60.0
영업이익률(%)	-236.7	-16.6	-9.3	-31.9	-39.7
금융손익	4.2	29.1	49.1	45.5	45.0
종속/관계기업관련손익	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
기타영업외손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-75.8	9.1	34.4	-1.9	-14.1
법인세비용	-2.0	1.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-73.7	7.8	34.4	-1.9	-14.1
지배주주지분 순이익	-73.7	7.8	34.4	-1.9	-14.1
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	134.6	550.3	496.0	491.1	475.3
현금및현금성자산	63.1	128.9	51.7	46.8	31.0
매출채권	14.8	13.7	44.1	44.1	44.1
재고자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동자산	54.9	188.1	200.7	202.3	203.7
유형자산	25.4	25.3	27.6	27.4	27.3
무형자산	6.9	8.4	30.2	32.0	33.5
투자자산	19.2	148.8	136.5	136.5	136.5
자산총계	189.5	738.4	696.6	693.4	679.0
유동부채	37.1	117.2	112.4	111.1	110.7
매입채무	7.1	7.7	6.5	6.5	6.5
단기차입금	11.9	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.2	5.2	7.0	7.0	7.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	41.3	122.4	119.4	118.0	117.7
자본금	14.2	18.3	18.3	18.3	18.3
자본잉여금	97.5	571.8	264.5	264.5	264.5
기타포괄이익누계액	2.3	3.2	3.9	3.9	3.9
이익잉여금	30.7	36.3	319.7	317.8	303.7
비지배주주지분	0.0	0.0	-13.9	-13.9	-13.9
자본총계	148.2	616.0	577.3	575.4	561.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-62.2	78.5	-79.6	3.1	-7.8
당기순이익(손실)	-73.7	7.8	34.4	-1.9	-14.1
유형자산감가상각비	3.1	3.5	4.1	4.2	4.1
무형자산상각비	1.6	1.5	1.8	2.2	2.5
운전자본의 증감	-2.4	78.7	-108.7	-1.4	-0.3
투자활동 현금흐름	9.4	-457.4	-11.2	-8.0	-8.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.3	-2.6	-3.3	-4.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	8.0	-128.8	12.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-1.9	443.4	13.6	0.0	0.0
차입금증감	0.4	5.2	1.1	0.0	0.0
자본의증가	4.0	478.4	-307.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-54.9	65.9	-77.2	-4.9	-15.8
기초현금	118.0	63.1	128.9	51.7	46.8
기말현금	63.1	128.9	51.7	46.8	31.0
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,286	3,651	4,570	4,125	4,125
EPS(지배주주)	-2,775	226	938	-51	-386
CFPS	-2,394	-40	326	-393	-708
EBITDAPS	-2,867	-461	-268	-1,145	-1,459
BPS	5,215	16,826	16,148	16,098	15,712
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-23.4	481.9	154.7	-2,875.2	-376.4
PCR	-27.1	-2,711.4	445.7	-369.9	-205.0
PSR	50.6	29.9	31.8	35.2	35.2
PBR	12.5	6.5	9.0	9.0	9.2
EBITDA(십억원)	-76.2	-15.9	-9.8	-41.9	-53.4
EV/EBITDA	-22.2	-219.9	-498.9	-116.8	-91.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-40.1	2.0	5.7	-0.3	-2.4
EBITDA이익률	-223.0	-12.6	-5.9	-27.7	-35.4
부채비율	27.9	19.9	20.7	20.5	21.0
금융비용부담률	1.5	0.4	0.0	0.1	0.1
이자보상배율(x)	-153.0	-41.6	-219.5	-523.9	-651.9
매출채권회전율(x)	2.5	8.8	5.8	3.4	3.4
재고자산회전율(x)	172.6	615.2	874.5	887.2	887.2

유한양행 (000100) 기대, 설렘, 걱정이 공존하는 펙라자

Analyst 김준영 02. 6454-4877
Junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (11. 12)	119,800원
상승여력	50.3%

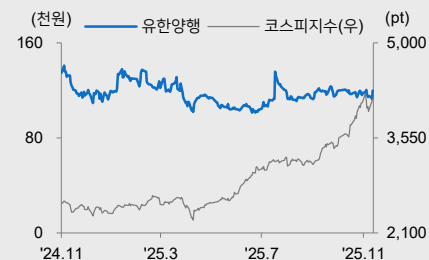
KOSPI	4,150.39pt
시가총액	95,802억원
발행주식수	7,997만주
유동주식비율	68.66%
외국인비중	16.21%
52주 최고/최저가	137,700원/101,100원
평균거래대금	422.2억원

주요주주(%)

유한재단 외 2 인	15.92
국민연금공단	7.85
유한학원	7.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	14.1	-5.6
상대주가	-13.7	-28.3	-43.5

주가그래프



MARIPOSA vs FLAURA2

- EGFR변이 1차 치료제 옵션으로 경쟁 중인 MARIPOSA와 FLAURA2
- FLAURA2 최종 OS(전체생존기간)은 47.5개월 도출되며 Tagrisso 단독 요법 대비 위험도를 23% 감소
- MARIPOSA 최종 OS는 아직 도출되지 않았으며 Tagrisso 단독 요법 대비 위험도를 25% 감소
- 예상되는 MARIPOSA 최종 OS는 50 ~ 52개월
- 25년 11월 NCCN 가이드라인에서 NSCLC(비소세포폐암) 1차 치료 선호 요법 등재
- 향후 ESMO, ASCO NSCLC 가이드라인 또한 업데이트 기대

투자의견 Buy, 적정주가 18만원 유지

- 25년 4분기 Rybrevant SC(피하주사) 승인 예상
- MARIPOSA 최종 OS 결과는 26년 상반기 확인 가능할 것으로 전망
- 알러지 신약 lesigercept는 국내 임상 2상 IND 승인 받았으며 글로벌 CSU(만성 자발성 두드러기) 환자 약 150명 대상으로 12주 투여기간 관찰 예상
- GLP-1/FGF21 이중효능제, YH25724는 다시 임상 1상 시작 계획을 밝히며 임상 디자인 및 결과 주목할 필요 존재

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,859.0	57.0	136.2	1,692	43.3	25,203	40.7	2.7	52.7	6.7	33.9
2024	2,067.8	54.9	70.7	874	-48.3	25,808	136.7	4.6	82.7	3.4	36.8
2025E	2,194.2	121.6	122.2	1,519	73.8	27,338	74.0	4.1	47.2	5.7	39.5
2026E	2,411.6	246.1	230.8	2,878	89.5	29,721	39.1	3.8	28.1	10.0	37.1
2027E	2,707.8	320.8	292.8	3,655	27.0	32,869	30.8	3.4	22.3	11.5	34.8

유한양행 실적 추정 및 전망

2026 Outlook #15

제약/바이오

유한양행 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	444.6	528.3	598.8	496.1	491.6	579.0	570.0	553.6	2,067.8	2,194.2	2,411.6
% YoY	0.3	6.6	24.0	13.5	10.6	9.6	-4.8	11.6	11.2	6.1	9.9
별도매출	433.1	514.6	585.2	475.4	469.4	556.2	551.1	527.8	2,008.4	2,104.6	2,326.3
% YoY	0.4	6.8	24.8	11.4	8.4	8.1	-5.8	11.0	11.0	4.8	10.5
약품사업	309.5	339.1	347.8	351.4	329.8	345.1	357.6	377.1	1,347.8	1,409.5	1,486.2
생활유통사업	44.5	75.2	67.4	53.5	46.7	68.8	52.2	53.5	240.6	221.3	261.1
해외사업	74.1	97.2	70.1	65.1	87.4	114.8	135.0	46.9	306.5	384.1	419.1
라이선스수익	2.5	0.6	98.2	4.0	4.0	25.5	4.3	48.6	105.2	82.5	152.5
기타	2.5	2.6	1.7	1.4	1.6	1.9	2.0	1.7	8.2	7.2	7.3
연결조정	11.4	13.7	13.6	20.7	22.1	22.8	18.9	25.8	59.4	89.6	85.3
매출총이익	134.5	167.4	240.8	146.7	148.7	199.2	168.9	214.8	689.4	731.6	889.0
GPM (%)	30.3	31.7	40.2	29.6	30.2	34.4	29.6	38.8	33.3	33.3	36.9
영업이익	0.6	18.5	47.6	(11.8)	6.4	49.9	22.0	43.3	54.9	121.6	246.1
% YoY	(97.4)	(32.1)	5,306.8	적전	1006.9	168.9	(53.7)	흑전	(3.8)	121.5	102.5
OPM (%)	0.1	3.5	7.9	(2.4)	1.3	8.6	3.9	7.8	2.7	5.5	10.2
당기순이익	10.8	31.9	35.5	(23.1)	10.0	44.0	21.2	44.4	55.2	119.6	223.0
% YoY	(51.5)	271.0	86.9	적전	(7.4)	37.9	(40.4)	흑전	(58.9)	116.8	86.5
NPM (%)	2.4	6.0	5.9	(4.7)	2.0	7.6	3.7	8.0	2.7	5.4	9.2

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 적정주가 산출

(십억원)	단위
유한양행의 영업 가치 (A)	10,774.4
유한양행의 신약 가치 (B)	931.4
1) YH35324	931.4
유한양행의 지분 가치 (C)	787.1
유한화학(100%)	128.4
유한킴벌리(30%)	205.6
기타	453.1
순차입금 (D)	-209.6
주주가치 (E=A+B+C-D)	12,600.6
주식수 (F)	73,791천주
적정주가 (P=E/F)	180,000

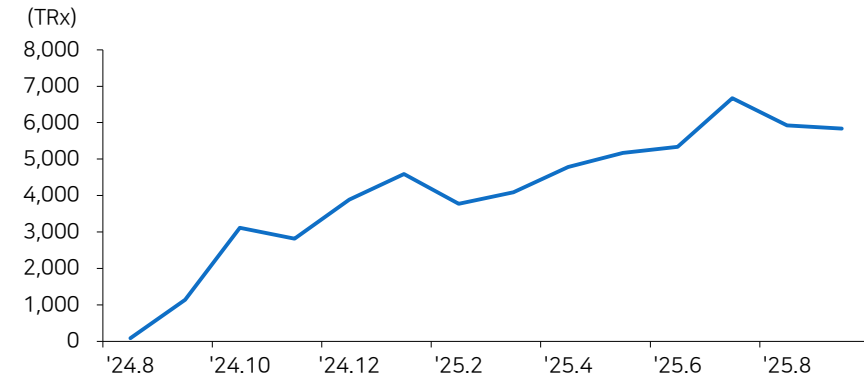
자료: 메리츠증권 리서치센터

Lazcluze 매출 추이

2026 Outlook #15

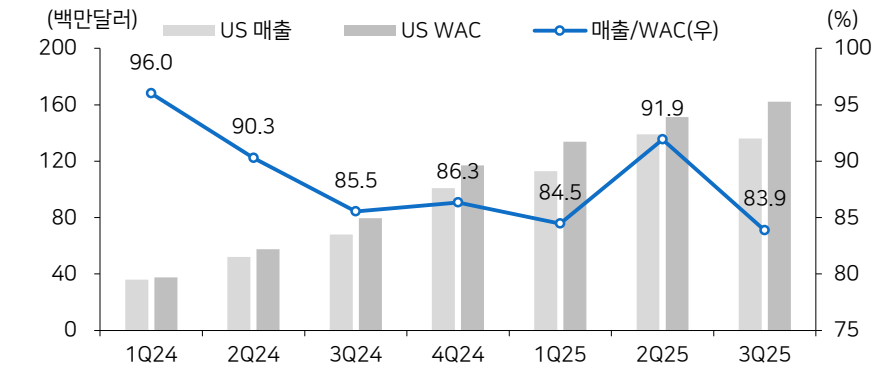
제약/바이오

Lazcluze 월별 TRx 추이



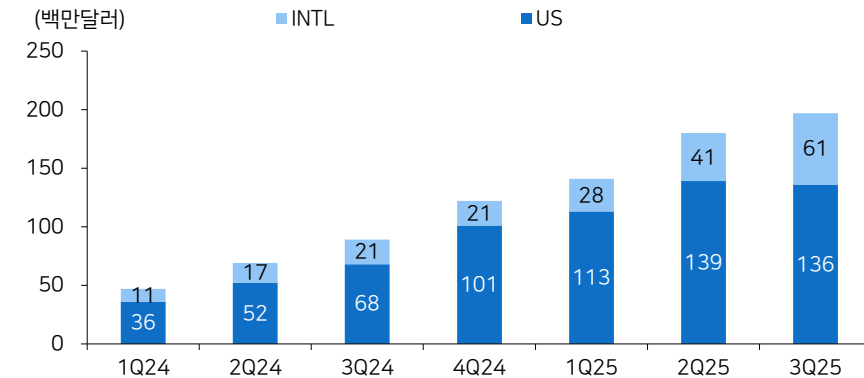
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Rybrevant/Lazcluze 분기별 매출, WAC 추이



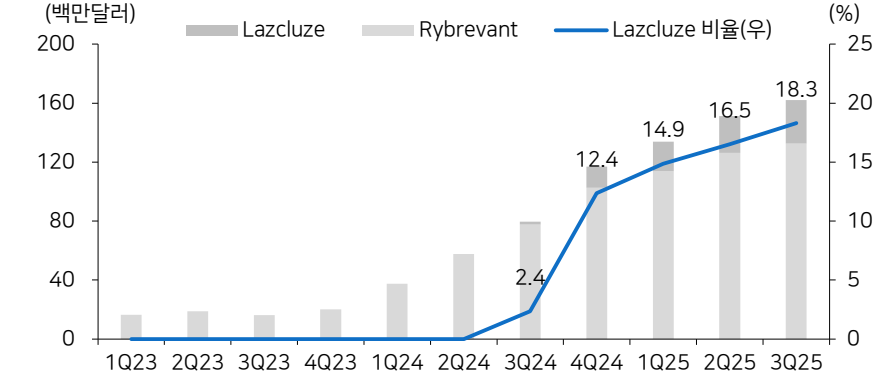
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Rybrevant/Lazcluze 분기별 매출 추이



자료: Johnson & Johnson, 메리츠증권 리서치센터

Rybrevant/Lazcluze 분기별 WAC내 Lazcluze 비율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

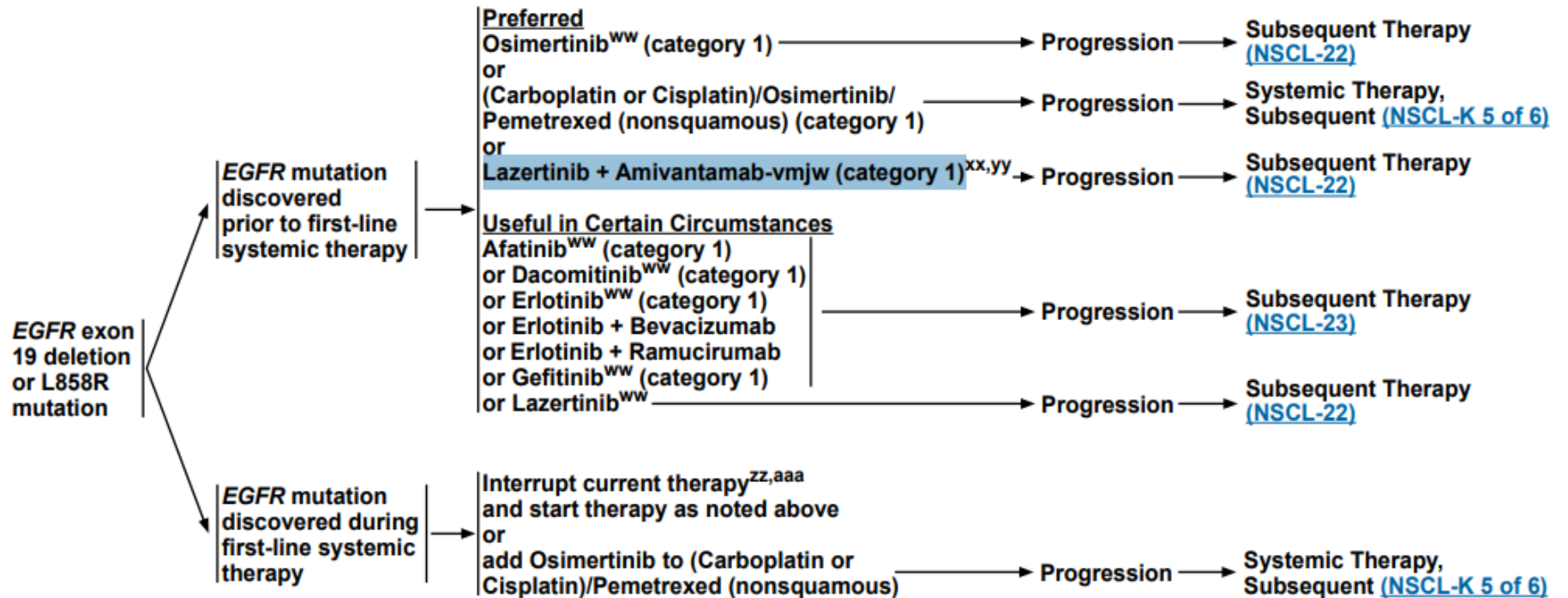
NCCN 가이드라인 선호 요법 등재

2026 Outlook #15
제약/바이오

NCCN NSCLC(비소세포폐암) 1차 치료 가이드라인

**EGFR EXON 19 DELETION OR
L858R MUTATION^{rr}**

FIRST-LINE THERAPY^{vv}



자료: NCCN, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 파이프라인 현황

2026 Outlook #15

제약/바이오

유한양행 파이프라인 현황

Section	Drug	Indication	Predclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval	Originator	Licensee
Oncology	Lazertinib 3 rd gen. EGFR TKI	EGFR+ NSCLC	1L/2L mono (Korea) & combo 1L + Amivantamab (Global) 2L + Amivantamab (Global)					GENOSCO	Johnson&Johnson
	YH32367 HER2/4-1BB bsAb	HER2+ solid cancer						abl bio	
	YH32364 EGFR/4-1BB bsAb	Solid cancer						abl bio	
	YH42946 HER2-TKI	Solid cancer						JINTS BIO	
	YH44529 SOS1	Solid cancer						Cyrus	
CVRM	YH25724 FGF21/GLP-1	MASH							
	YH35995 GCS inhibitor	LSD ¹						GC Biopharma	
Immunology, GI & Others	YH35324 IgE Trap	Allergic diseases						GT innovation	
	SB-01 TGFβ	DDD ²						EnsolBio sciences	Spine Biopharma
	PCS12852 5-HT4R agonist	Gastroparesis							Processa Pharmaceuticals

¹Lysosomal storage disease (LSD) ²Degenerative disc disease (DDD)

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

2026 Outlook #15

제약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,859.0	2,067.8	2,194.2	2,411.6	2,707.8
매출액증가율(%)	4.7	11.2	6.1	9.9	12.3
매출원가	1,293.1	1,378.4	1,462.6	1,522.6	1,692.1
매출총이익	565.9	689.4	731.6	889.1	1,015.7
판매비와관리비	508.8	634.5	610.0	642.9	694.9
영업이익	57.0	54.9	121.6	246.1	320.8
영업이익률(%)	3.1	2.7	5.5	10.2	11.8
금융손익	11.2	4.6	-8.2	-5.5	-4.7
종속/관계기업관련손익	55.6	46.9	28.6	30.7	31.0
기타영업외손익	11.1	-44.9	10.9	7.4	6.8
세전계속사업이익	134.8	61.4	152.8	278.7	353.7
법인세비용	0.6	6.3	33.2	55.8	70.8
당기순이익	134.2	55.2	119.6	223.0	283.0
지배주주지분 순이익	136.2	70.7	122.2	230.8	292.8
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,256.5	1,360.3	1,581.0	1,747.7	1,983.0
현금및현금성자산	299.3	306.5	452.0	536.8	684.1
매출채권	559.0	609.1	651.8	697.4	746.2
재고자산	284.8	343.2	370.6	400.3	432.3
비유동자산	1,555.9	1,581.8	1,599.1	1,633.2	1,671.6
유형자산	528.4	598.2	631.4	670.9	710.5
무형자산	290.9	284.8	293.3	301.1	308.3
투자자산	571.6	521.4	502.7	489.5	481.1
자산총계	2,812.3	2,942.1	3,180.1	3,380.9	3,654.5
유동부채	583.2	619.1	718.3	738.5	771.1
매입채무	179.1	176.3	196.8	217.2	249.2
단기차입금	128.2	168.0	197.9	187.9	177.9
유동성장기부채	4.2	11.2	7.6	7.6	7.6
비유동부채	128.5	172.2	181.6	176.6	172.0
사채	0.0	16.1	8.4	8.4	8.4
장기차입금	60.2	105.3	119.5	111.5	103.5
부채총계	711.7	791.4	899.9	915.1	943.1
자본금	77.8	81.4	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	113.9	122.6	143.9	143.9	143.9
기타포괄이익누계액	101.0	106.1	113.5	113.5	113.5
이익잉여금	1,975.6	2,010.0	2,090.9	2,284.3	2,539.7
비지배주주지분	49.4	50.1	61.7	54.0	44.1
자본총계	2,100.7	2,150.7	2,280.2	2,465.8	2,711.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	144.1	54.6	190.2	246.2	312.9
당기순이익(손실)	134.2	55.2	119.6	223.0	283.0
유형자산감가상각비	38.5	45.1	55.4	60.5	60.4
무형자산상각비	5.9	18.0	15.0	12.2	12.7
운전자본의 증감	-8.4	-124.4	-44.0	-49.6	-43.3
투자활동 현금흐름	-199.2	-117.4	-81.9	-106.9	-111.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-161.5	-117.1	-72.4	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	50.8	51.1	12.1	13.1	8.5
재무활동 현금흐름	63.3	65.8	38.4	-54.5	-54.1
차입금증감	170.2	56.9	42.0	-17.2	-16.7
자본의증가	1.2	12.2	21.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.2	7.2	145.6	84.8	147.3
기초현금	293.0	299.3	306.5	452.0	536.8
기말현금	299.3	306.5	452.0	536.8	684.1
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	23,177	25,780	27,406	30,157	33,860
EPS(지배주주)	1,692	874	1,519	2,878	3,655
CFPS	1,552	1,949	2,895	4,464	5,367
EBITDAPS	1,265	1,470	2,398	3,987	4,926
BPS	25,203	25,808	27,338	29,721	32,869
DPS	430	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	40.7	136.7	74.0	39.1	30.8
PCR	44.3	61.3	38.8	25.2	20.9
PSR	3.0	4.6	4.1	3.7	3.3
PBR	2.7	4.6	4.1	3.8	3.4
EBITDA(십억원)	101.4	117.9	192.0	318.9	393.9
EV/EBITDA	52.7	82.7	47.2	28.1	22.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.7	3.4	5.7	10.0	11.5
EBITDA이익률	5.5	5.7	8.7	13.2	14.5
부채비율	33.9	36.8	39.5	37.1	34.8
금융비용부담률	0.3	0.7	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	9.1	3.7	7.9	15.8	22.0
매출채권회전율(x)	3.5	3.5	3.5	3.6	3.8
재고자산회전율(x)	6.6	6.6	6.1	6.3	6.5

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 유한양행의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미

추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만

[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천

추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	Neutral (중립)	Underweight (비중축소)
------------------	--------------------------	---------------------	---------------------------

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

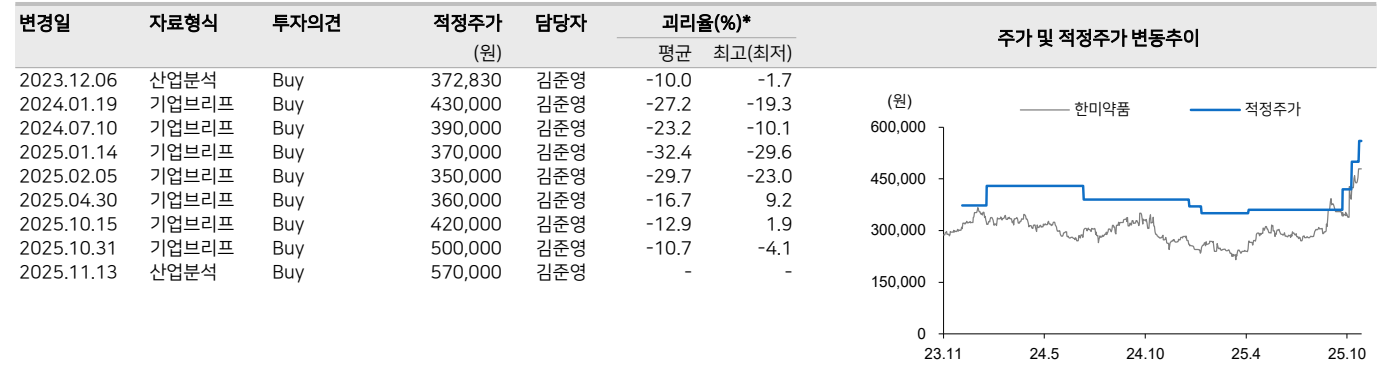
에이비엘바이오 (298380) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.03.20	산업분석	Buy	37,000	김준영	-23.5	11.8	
2024.11.06	산업분석	Buy	53,000	김준영	-34.9	-0.8	
2025.04.10	기업브리프	Buy	63,000	김준영	9.8	40.6	
2025.07.29	기업브리프	Buy	90,000	김준영	0.4	20.3	
2025.10.30	산업분석	Buy	120,000	김준영	-13.2	5.6	
2025.11.13	산업분석	Buy	180,000	김준영	-	-	

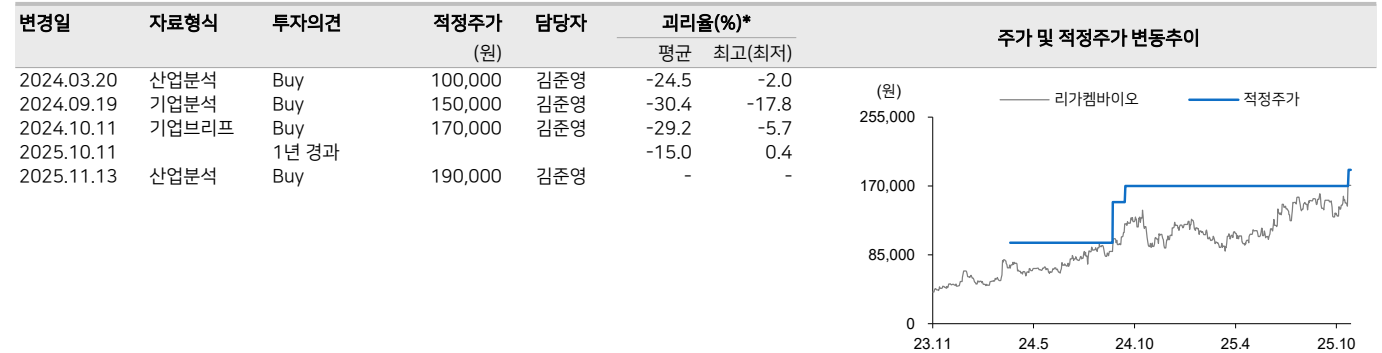
한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



리가켄바이오 (141080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

