

Tech팀

서근희, Ph.D.
Senior Analyst
keunhee.seo@samsung.com

정동희
Analyst
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

HK이노엔 (195940 KQ, 36,300)

투자의견 **BUY**

목표주가: 45,000원 24%

에스티팜 (237690 KQ, 78,700)

투자의견 **BUY**

목표주가: 110,000원 39.8%

유한양행 (000100 KS, 70,500)

투자의견 **BUY**

목표주가: 80,000원 13.5%

헬스케어 (OVERWEIGHT)

쉬어 가는 구간

- 투자 의견 OVERWEIGHT 유지한다. 대형주의 밸류에이션은 부담이나, 실적 성장성으로 추가적인 상승 여력은 유효하다.
- HK이노엔, 에스티팜 최선호주, 유한양행을 차선호주로 제시한다.

WHAT'S THE STORY?

애매한 대형주: 삼성바이오로직스의 주가는 2Q23 호실적 발표 이후 하락세에 있다. 하지만 삼성바이오로직스의 하반기 영업이익은 상반기 대비 +33% 성장하면서 상저하고 흐름이 나타날 것으로 예상됨에 따라 멀티플 방어가 가능할 것이다. 셀트리온 그룹은 지난 8월 합병 발표 이후 주식매수청구권 행사 예정 가격 대비 2-3% 아래에서 거래 중에 있으며, 주식매수청구권 행사기간(2023.10.23-11.13)까지 주가 변동은 미미할 것으로 예상된다. 합병이 확정될 경우 합병 셀트리온의 실적 전망에 따른 기대감이 반영될 수 있으나, 상각비 및 매출원가에 대한 우려가 있기 때문에 합병 셀트리온의 기업가치에 대한 제고는 필요하다. 반면 합병이 무산될 경우 셀트리온헬스케어는 10월 28일 램시마SC FDA 승인 모멘텀 및 2024년 직판 전환으로 인한 레버리지 효과가 기대되는 만큼 주가에 긍정적일 수 있다.

제약주가 답인가: 1) 최선호주 **HK이노엔:** 하반기 케이캡 중국 판매에 대한 정산(2H23 30억 원, 2024년 100억원 예상)이 될 예정이며, 연말 또는 2024년 초에는 유럽 판권에 대한 기술 이전 계약이 이루어질 것이다. 2024년에는 케이캡 국내 판매 수수료 인하에 따른 이익 개선 효과(+150억원)와 더불어 이머징 마켓에서의 매출 성장세가 기대된다. 또한 연내 미국 임상 3상 종료와 함께 2024년 중반에는 FDA 품목 허가 신청이 예정되어 있다. 2) **에스티팜:** 상반기보다 하반기 올리고뉴클레오타이드 생산이 집중될 예정으로 하반기 영업이익 242억원(+75.4% y-y) 예상되며 가파른 실적 개선이 기대된다. Novartis의 Leqvio 적응증 확장에 따라 CMO 생산 증가와 더불어 상업화에 임박한 올리고뉴클레오타이드에 대한 대량 생산 계약이 기대된다. 3) 차선호주 **유한양행:** 유한양행 지난 7월 JNJ 컨퍼런스콜 이후 레이저티닙 임상 결과 발표 기대감(23.10.20-24 ESMO 학회)으로 주가가 20% 상승했다. MARIPOSA 임상 결과에서 경쟁약품 대비 개선된 ORR(객관적반응률), mPFS(무진행생존기간), Grade 3 이상의 부작용 비율 등이 레이저티닙의 시장성을 결정할 것이다. ESMO 학회에 대한 모멘텀 소멸에 대한 우려가 있으나(Sell-on), 2024년 마일스톤 수취로 예상되는 실적 성장 및 후속 파이프라인 YH35324(알레르기 치료제)의 임상 결과 발표 등이 예상되면서 제약주 최선호주로 유지한다.

바이오, 본질은 변하지 않는다: 현재 시장의 관심은 1) 비만/당뇨, 2) AI 테마에 집중되어 있다. 2023년 하반기에도 비만/당뇨 치료제의 성장세는 지속될 것으로 전망되기 때문에 Eli Lilly, Novo Nordisk를 대체할 수 있는 투자 대안이 제한적인 상황에서 국내 비만/당뇨 관련 바이오 기업에 대한 관심도 지속적일 것이다. 레이저티닙과 같이 시장에 혁신을 가져올 수 있는 파이프라인 발굴이 중요하다. 1) 지아이이노베이션: 알레르기 치료제 GI-301/YH35324의 연내 일본 판권 계약 체결 및 2024년 GI-301/YH35324 임상 1b상 결과 발표 등이 예정되어 있다. 졸레어 대비 우수성 확보 시 기술 이전이 예상된다. 2) 알테오젠: MSD는 Keytruda의 피하주사 제형(MK-3475 vs MK-3475A)에 대해 선택해야 한다. 바이오시밀러 SC 제형 진입을 차단하기 위해서는 알테오젠의 SC 기술에 대한 독점권을 확보할 가능성이 있다. MK-3475A(Keytruda+hyaluronidase)의 임상 3상은 2024년 9월에 종료 예정이다.

2023년 헬스케어 업종 분야별 Top picks

구분	비중	비고	Top picks
CMO	중립	(+) 수주 확대 및 안정적 실적 성장	삼성바이오로직스
		(-) 단순한 성장스토리(CDMO 비즈니스 외에 신규 성장 동력 확보 필요)	에스티팜
바이오시밀러	중립	(+) 미국 인플렉트라, 유럽 램시마SC 매출 증가로 이익 체력 개선	
		(+) 10월 28일 램시마SC FDA 승인 (+/-) 셀트리온, 셀트리온헬스케어 2사 합병 -> 매수 청구권 접수 종료 10월 20일	
제약	확대	(+) 필수 소비재 의약품 매출 성장; 중국 노출도 적음	유한양행
		(+) 10월 ESMO 학회 외에 R&D 모멘텀	HK이노엔
		(-) 인플레이션으로 인한 비용 부담 확대	SK바이오팜
의료기기	확대	임플란트: 중국 VBP 시장 진출 이후 민간 시장에서의 P 하락 우려 있으나, Q 성장 확인 필요	덴티움
		보툴리눔독신: 소송 이슈가 기업 가치에 지속 반영 중으로 실적 반등 확인 필요 미용기기: 소비 위축으로 일시적 부진 -> 다수 시장에서의 신제품 출시 이후 소모품 사이클 진입	제이시스메디칼
바이오	유지	(+) 금리 인상 속도 완화로 추가적인 금리 상승으로 인한 주가 하락은 제한적	지아이이노베이션
		(+) 지난 상반기 자금 조달 확보 추가적인 지분 희석 제한적 (+) R&D 결과가 기대되는 바이오 기업에 대해 선호	알테오젠

자료: 삼성증권 정리

삼성증권 헬스케어 업종 커버리지 밸류에이션

(십억원, 원)	목표가치	밸류에이션	투자이견	현재주가	목표주가	과리율(%)	P/E (배)			P/B (배)			ROE (%)		
							2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
삼성바이오로직스	64,478	DCF	BUY	733,000	1,000,000	36.4	71.9	77.6	68.2	6.5	5.4	5.0	11.4	7.2	7.6
에스티팜	2,042	DCF	BUY	78,700	110,000	39.8	91.5	47.5	26.6	4.9	4.1	3.6	5.4	8.9	14.5
셀트리온	29,484	DCF	BUY	143,900	210,000	45.9	43.6	35.0	30.8	5.6	4.5	3.9	13.4	13.8	14.0
셀트리온헬스케어	13,494	DCF	BUY	64,700	90,000	39.1	64.8	54.5	38.3	4.5	4.8	4.3	7.1	9.2	12.1
유한양행	5,964	SOTP	BUY	70,500	80,000	13.5	46.8	58.9	44.7	2.1	2.5	2.4	4.9	4.6	5.9
한미약품	4,406	SOTP	BUY	282,500	360,000	27.4	45.2	24.5	22.4	4.3	3.4	3.0	9.9	15.3	14.5
녹십자	1,794	SOTP	BUY	113,000	150,000	32.7	23.1	87.7	26.5	1.1	1.0	0.9	5.0	1.1	3.7
종근당	1,404	SOTP	BUY	84,400	110,000	30.3	12.4	11.3	12.5	1.6	1.5	1.3	14.1	14.2	11.6
동아에스티	559	SOTP	BUY	57,600	70,000	21.5	58.1	16.5	13.3	0.8	0.7	0.7	1.4	4.4	5.2
HK이노엔	1,306	SOTP	BUY	36,300	45,000	24.0	28.1	21.7	16.0	0.9	0.9	0.8	3.3	4.0	5.2
SK바이오사이언스	5,289	DCF	HOLD	72,100	70,000	(2.9)	45.9	n/a	n/a	3.2	3.2	3.3	7.3	(0.3)	(3.2)
SK바이오팜	8,962	DCF	BUY	82,100	120,000	46.2	n/a	n/a	46.1	17.8	21.7	14.8	(36.7)	(7.4)	38.1

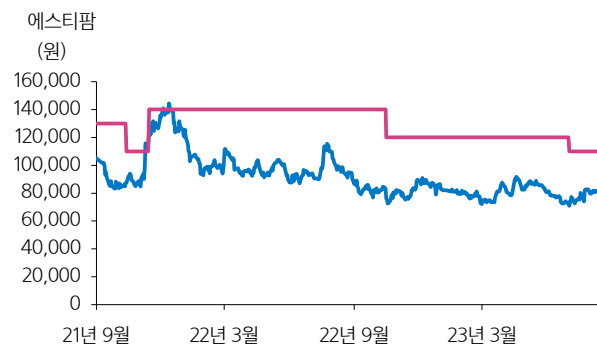
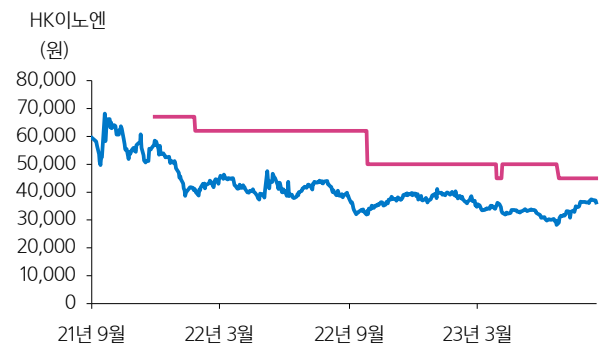
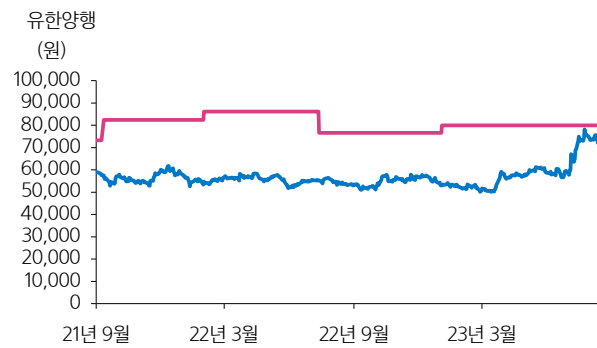
참고: 주가 기준일 9/1

자료: 삼성증권 추정

Compliance notice

- 당사는 2023년 9월 1일 현재 삼성바이오로직스와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 당사는 2023년 9월 1일 기준으로 지난 1년간 지아이이노베이션의 증시 상장의 대표주관회사로 참여한 적이 있습니다.
- 당사는 2023년 9월 1일 현재 지난 6개월간 덴티움, 제이시스메디칼의 M&A자문 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 9월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 9월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

유한양행

일 자	2020/9/21	2021/9/21	2021/9/27	2022/7/29
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	70084	70084	82395	76528
과리율 (평균)	-16.40	-17.31	-32.13	
과리율 (최대or최소)	3.46	-16.79	-25.00	

HK이노엔

일 자	2021/12/15	2022/2/10	10/12	2023/4/13	7/10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	67000	62000	50000	50000	45000
과리율 (평균)	-27.38	-33.96	-25.67	-35.35	
과리율 (최대or최소)	-13.13	-23.39	-17.80	-27.60	

에스티팜

일 자	2021/7/15	10/29	11/30	2022/11/1	2023/7/18
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	130000	110000	140000	120000	110000
과리율 (평균)	-21.70	-15.23	-27.62	-32.48	
과리율 (최대or최소)	-7.77	5.18	3.21	-23.50	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.06.30

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA