R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

온코닉테라퓨틱스 (476060, KOSDAQ)

월간 처방 2위 국산 P-CAB 신약의 흑자, 이익의 크기는 계약과 허가 일정이 정한다

SUMMARY

1. 2020년 설립, 2024년 코스닥 상장 위산질환·항암 신약사
2. 자스타프라잔 성분 1Q26 국내 P-CAB 처방 점유율 19.8%
3. 국내 P-CAB 처방시장 2025년 3,685억원(+28.7%)
4. 1H26 제품매출 444억원, 전년 동기 대비 +170.6%
5. 해외 기술이전 4건, 중국 허가 신청 후 심사 중
6. TTM PER 25.4배, 무차입·현금 및 단기금융자산 626억원

이 리포트가 확인한 것

매출은 처방을 따라갑니다: 반기 제품매출은 외래 처방액의 90~95%를 유지했습니다. 출고가 처방을 앞질렀다는 정황은 숫자로 보이지 않습니다.

남는 몫은 계약이 정합니다: 1H26 매출의 93.8%가 최대주주 제일약품 한 곳이고, 제품매출의 58.2%가 다시 제일약품 매입으로 나갔습니다. **단가 조건은 공시되지 않았습니다.**

이익의 원천이 바뀌었습니다: 2025년 영업이익의 78.7%는 기술료가 컸던 하반기에 났습니다. 1H26은 처방 중심 흑자이나, 연구비가 늘며 2Q26 영업이익률은 11.4%로 낮아졌습니다.

배수는 성장을 전제합니다: 기업가치(EV)는 최근 4개 분기 영업이익의 32.0배, PBR은 7.19배로 건강관리 섹터 중위(1.81배)의 약 4배입니다. 3분기 보고서의 기술이전 수익과 연구비가 다음 확인 지점입니다.

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	제시하지 않음
현재주가	13,590원 (26.10.20)
시가총액	6,170.9억원
발행주식수	45,407,840주
자기주식 (비율)	0주 (0.00%)
유동주식비율	50.62%*
52주 최저/최고	9,510원 / 26,300원
자본금 / 액면가	227.0억원 / 500원
3개월 일평균거래대금	84.6억원
PER(TTM) / PBR	25.4배 / 7.19배
외국인지분율	-

주가·시가총액은 2026.10.20 종가, 발행주식수는 2026.06.30 기준입니다. * 유동주식비율은 최대주주 등 보유분을 뺀 추정값입니다. 52주 최고·최저는 종가 기준입니다. 외국인지분율은 확인되지 않았습니다

▶ 주주현황

제일약품(주) 외 6인	49.38%
— 제일약품(주)	44.05%
— 에스앤피혁신기술1호조합	2.94%
자기주식	0.00%

2026.06.30 반기보고서 기준입니다. 제일약품 보유 20,000,000주의 상장 의무보유 기간은 2026.12.18 끝납니다

▶ 기준 보고서

결산	2025년 사업보고서 (2026.03.13 제출)
반기	2026년 반기보고서 (2026.08.12 제출)
시장 데이터	2026.10.20 종가

연결 대상 종속회사가 없어 전 기간 별도 재무제표 기준입니다. 기업탐방은 실시하지 않았습니다

SUMMARY FINANCIAL DATA 별도, 단위 억원

	2023	2024	2025	1H25	1H26
매출액	210.6	148.4	533.9	186.0	473.8
영업이익	22.3	-48.0	126.2	26.9	73.8
영업이익률 (%)	10.6	-32.3	23.6	14.5	15.6
당기순이익	16.8	-80.9	157.8	17.2	101.9
EPS (원)	73	-247	359	39	226
자본총계	-196.9	560.2	720.4	589.8	857.8
영업활동현금흐름	41.5	-78.4	114.0	17.3	71.4
경상연구개발비	157.6	109.3	97.2	41.6	105.4
ROE (기말, %)	N/M	-14.4	21.9	-	-

자료: 전자공시 DART 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서(별도), 독립리서치-R by KONNECT · EPS는 2025년 10월 무상증자 소급 반영 · 반기 ROE는 연율화하지 않아 싣지 않음

① 2020년 설립, 2024년 코스닥 상장한 위산질환·표적항암 신약 개발기업

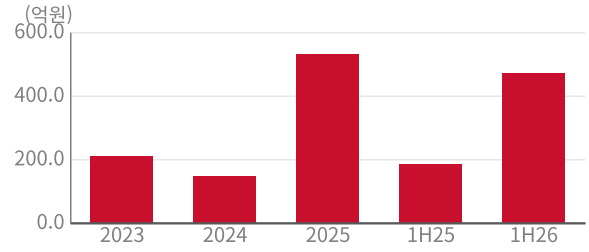
마진노트 — 제일약품에서 분사한 신약 개발사 · 자큐보 상업화로 첫 흑자

동사는 2020년 5월 제일약품의 신약 후보물질 두 개를 넘겨받아 설립됐다. 첫째는 위산 분비를 막는 P-CAB 계열의 자스타프라잔이다. 둘째는 PARP(DNA 손상 복구 효소)와 탱키라제를 함께 억제하는 표적항암제 네수파립이다. 자스타프라잔은 2024년 4월 국산신약 37호로 허가받아 같은 해 10월 「자큐보정」으로 출시됐다. 동사는 2024년 12월 기술성장기업 특례로 코스닥에 상장했다.

자큐보는 기존 PPI(양성자펌프억제제) 계열 위산억제제를 대체하는 약이다. 회사 측에 따르면 투약 후 1시간 안에 효과가 나타나고 식사와 관계없이 복용할 수 있다. 허가 적응증은 미란성 위식도역류질환과 위궤양 2개이며, 2025년 10월에는 입에서 녹는 제형도 허가받았다. 비미란성 위식도역류질환과 소염진통제 유발 궤양 예방은 국내 임상 3상이 진행 중이다.

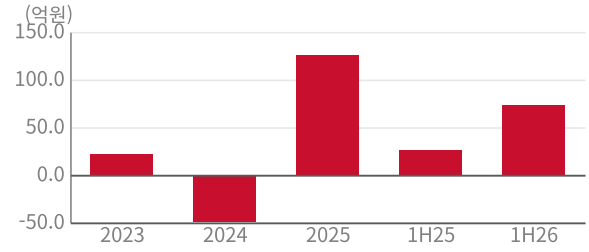
동사를 읽을 때 먼저 볼 것은 제일약품과의 관계다. 제일약품은 동사 지분 44.05%를 가진 최대주주다. 동시에 자큐보의 특허권자(동사는 전 세계 전용실시권 보유)이고, 위탁 생산처이며, 자큐보 국내 제품의 유일한 매출처다. 즉 동사의 원가와 매출 단가는 모두 최대주주와의 계약으로 정해진다. 이 계약 조건은 「양사 합의에 의해 비공개」로 공시돼 있다.

매출액 추이 (별도)



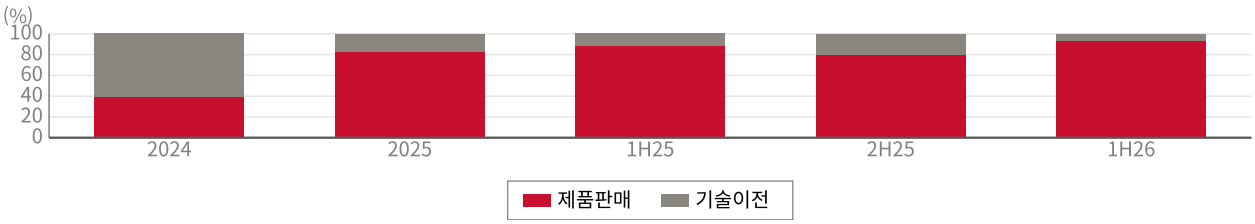
자료: 전자공시 DART (사업보고서·반기보고서, 별도), 독립리서치-R by KONNECT

영업이익 추이 (별도)



자료: 전자공시 DART (사업보고서·반기보고서, 별도), 독립리서치-R by KONNECT

매출 구성 — 제품판매 대 기술이전



자료: 전자공시 DART (사업보고서·반기보고서, 별도), 독립리서치-R by KONNECT

온코닉테라퓨틱스 ↔ 제일약품 거래 구조 (2026.06.30 기준)

상대방	방향	내용
제일파마홀딩스 최상위 지배기업	임차	본사 사무실 임대(1H26 임차료 0.7억원)
제일약품 최대주주 44.05%	기술 도입	자큐보 특허 전 세계 전용실시권 부여 · 네수파립 특허 양도(2020.09)
제일약품	동사 매입	자큐보 위탁 생산 — 동사 매입 등 **258.7억원**(1H26)
제일약품	동사 매출	자큐보 국내 판매 — 동사 매출 **444.4억원**(1H26, 전체 매출의 93.8%)
제일약품	동사 지급	해외 기술이전 계약금·마일스톤 일부를 정산금으로 지급(2025년 3회 18.0억원)
동아에스티 · 제일헬스사이언스	판매 협력	동아에스티 공동판매 · 위임제네릭 큐제타스(제일약품)·온캡(제일헬스사이언스)

자료: 전자공시 DART (반기보고서 주석 14·24), 데일리팜, 독립리서치-R by KONNECT

2026.06.30 기준	1H26	2025
제일약품 매출 (억원)	444.4	443.1
전체 매출 중 비중	93.8%	83.0%
제일약품 매입 등 (억원)	258.7	256.8
제일약품 매입 ÷ 제품매출	58.2%	58.0%
제일약품 매출채권 (억원, 기말)	159.2	105.3
전체 매출채권 중 비중	91.6%	100.0%

자료: 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서 재무제표 주석 24(특수관계자 거래), 독립리서치 R

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측에 따르면 국내 병의원·도매·약국 영업망을 이미 갖춘 제일약품과 동아에스티가 판매를 맡아, 동사는 판매조직 없이 연구개발에 집중할 수 있다(사업보고서 II-4).
- **숫자기반 해석**:
  - 1H26 매출의 93.8%(444.4억원)가 제일약품 한 곳에서 나왔고, 제품매출의 58.2%(258.7억원)가 다시 제일약품 매입으로 나갔다.
  - 매출 단가와 매입 단가가 같은 상대방과의 비공개 계약으로 정해진다. 계약이 바뀌면 동사의 제품 이익률(1H26 약 42.8%)이 바로 바뀐다.
  - 2020.09.29 체결된 자큐보 특허 사용 계약의 금액·조건·만료일은 「양사 합의에 의해 비공개」다. 단가 결정 방식은 공시로 확인되지 않는다.

마진노트 — 매출 규모보다 거래 조건이 먼저 · 조건은 비공개

정리하면 동사는 단순히 신약을 판매하는 회사가 아니라, 최대주주가 생산과 판매를 맡는 구조 안에서 허가권과 개발을 맡는 회사다. 이 구조는 판매조직 없이 빠르게 처방을 늘리는 데 유리했다. 반면 투자자는 동사의 이익률을 시장 경쟁만이 아니라 특수관계자 계약으로도 읽어야 한다. 이하 본문은 이 구조를 전제로 2025년 결산과 2026년 반기 실적을 시계열로 점검한다.

② 매출은 처방을 따라가지만, 매출 한 단위에 남는 몫은 최대주주와의 계약이 정한다

마진노트 — 제품매출은 처방액의 90~95% 수준 · 출고량 부풀리기 정황 미확인

신약 회사가 판매사에 제품을 넘기는 시점에 매출을 잡으면, 처방보다 출고가 앞설 수 있다. 그래서 동사의 제품매출을 시장의 실제 처방액과 나란히 놓았다. 처방액은 조사기관 유비스트의 외래 처방 금액 집계를 썼다. 입원 환자 처방은 포함되지 않는다.

기간	동사 제품매출 (A, 억원)	자큐보 외래 처방액 (B, 억원)	A ÷ B
1H25	164.2	172	95.5%
2H25	278.9	309	90.3%
2025	443.1	481	92.1%
1H26	444.4	468	95.0%

자료: 동사 반기·사업보고서 주석 17, 유비스트(데일리팜 2026.01.15·2026.08.12 보도), 독립리서치 R 2H25 처방액은 2025년 연간(481억원)에서 1H25(172억원)를 뺀 값입니다. 1H26 처방액은 1Q26 212억원 + 2Q26 256억원입니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 「자큐보정 매출 및 기술이전(Milestone) 수익의 증가」로 흑자 전환을 달성했다고 설명한다(반기보고서 IV-3).
- **숫자기반 해석**:
  - 제품매출 ÷ 처방액은 네 기간 모두 90.3~95.5% 범위다. 출고가 처방을 크게 앞질렀다는 정황은 이 비율에서 보이지 않는다.
  - 제일약품 매출채권은 1H26 말 159.2억원으로, 1H26 제품매출 기준 약 65일치다. 같은 반기 기준으로 계산한 2025년 말(2H25 제품매출 기준 약 69일치)과 비슷하다.
  - 처방액은 약가 기준이고 동사 매출은 공급가 기준이다. 처방액에는 입원 처방이 빠져 있고 출고와 처방 사이의 시차도 있다. 따라서 이 비율(90.3~95.5%)로 제일약품의 유통 마진을 추론할 수는 없다.

마진노트 — 처방 100원당 외주비를 뺀 몫 약 41원 · 연구비·인건비 차감 전

처방이 그대로 매출로 들어온다는 점은 강점이다. 하지만 매출에서 남는 몫은 다른 문제다. 동사는 제품 원가를 따로 공시하지 않는다. 대신 영업비용 중 외주비가 제품매출과 함께 움직인다. 외주비는 1H26 254.2억원으로 제일약품 매입 등 258.7억원과 거의 같다. 이를 제품 원가로 보면 제품매출에서 외주비를 뺀 몫은 1H25 45.7%, 2H25 41.8%, 1H26 42.8%다. 1H26 처방액(468억원) 대비로는 약 41%다. 이 몫에서 다시 연구비와 인건비가 나간다.

기간	제품매출	외주비	제품매출 – 외주비	비율
1H25	164.2	89.1	75.1	45.7%
2H25	278.9	162.3	116.6	41.8%
1H26	444.4	254.2	190.2	42.8%

단위: 억원. 자료: 동사 재무제표 주석 18·19, 독립리서치 R 외주비에는 제품 매입 외 위탁 업무 비용이 섞여 있을 수 있어 제품 이익률의 근사치로만 씁니다. 외주비와 제일약품 매입 등이 비슷한 기간은 1H26(254.2억원 대 258.7억원)입니다. 1H25는 89.1억원 대 92.1억원입니다. 2024년은 38.2억원 대 51.7억원으로 차이가 커 표에서 뺐습니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 생산설비를 짓지 않고 GMP(의약품 제조·품질관리 기준) 인증 위탁생산처를 써서 연구개발에 집중한다고 밝혔다(사업보고서 II-3).
- **숫자기반 해석**:
  - 제품매출은 1H25 164.2억원에서 1H26 444.4억원으로 2.7배가 됐다. 같은 기간 제품매출 – 외주비 비율은 45.7%에서 42.8%로 2.9%p 낮아졌다. 규모가 커져도 단위당 몫은 늘지 않았다.
  - 단가가 물량에 따라 바뀌는 계약인지 고정 계약인지는 공시되지 않았다. 1H25 이후 세 반기 동안 이 비율은 41.8~45.7% 범위였다.
  - 1H26 제품매출 444.4억원과 매입 258.7억원 가운데 어느 쪽이 약가에 연동되는지 공시되지 않았다. 약가 인하의 부담이 누구에게 더 돌아가는지 판단할 근거가 없다.

결론적으로 반기 단위로는 동사의 국내 제품매출이 처방액의 90~95%를 유지했다. 다만 분기 단위로는 처방과 매출이 같은 폭으로 움직이지 않았다(③). 그리고 매출 중 동사에 남는 몫은 처방이 아니라 제일약품과의 공급·매입 조건이 정한다. 투자자는 처방 증가율과 함께 제품 이익률의 방향을 따로 확인할 필요가 있다.

③ 이익의 원천은 기술료에서 처방으로 옮겨 갔고, 이제 이익률은 연구비가 정한다

마진노트 — 2025년 흑자의 상당 부분은 하반기 기술료 · 2026년 상반기는 처방 중심 흑자

2025년 결산과 2026년 반기를 반기 단위로 나누면 이익의 성격이 달라진 것이 보인다. 아래 표는 같은 길이의 기간끼리 비교하기 위해 2025년을 상·하반기로 나눈 것이다.

반기	1H25	2H25	1H26	1H26 YoY
매출액	186.0	347.9	473.8	+154.7%
ㄴ제품판매	164.2	278.9	444.4	+170.6%
ㄴ기술이전	21.8	69.0	29.4	+35.1%
영업비용	159.1	248.6	400.1	+151.4%
ㄴ외주비	89.1	162.3	254.2	+185.3%
ㄴ경상연구개발비	41.6	55.6	105.4	+153.4%
ㄴ주식보상비용	3.8	3.2	13.2	+248.8%
영업이익	26.9	99.3	73.8	+174.0%
영업이익률	14.5%	28.5%	15.6%	+1.1%p
세전이익	17.2	120.0	102.1	+492.5%
순이익	17.2	140.6	101.9	+491.6%

단위: 억원. 2H25는 2025년 연간에서 1H25를 뺀 값입니다. 자료: 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서, 독립리서치 R

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 2026년 다수 파이프라인이 임상 2상에 들어가 임상 비용이 늘고 수익성 지표가 변동할 수 있다고 미리 밝혔다(반기보고서 IV-3). 1H26 영업이익은 전년 동기 대비 174.1% 늘었다(데일리팜, 2026.08.12).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 영업이익 126.2억원 중 78.7%(99.3억원)가 하반기에 났고, 하반기 기술이전 수익은 69.0억원이었다. 회사 측은 중국 파트너사의 마일스톤(개발 단계별 기술료)이 2025년 8월 말 인식됐다고 밝혔다(사업보고서 XI-4).
  - 1H26 기술이전 수익은 29.4억원으로 2H25(69.0억원)의 43%다. 같은 기간 경상연구개발비는 55.6억원에서 105.4억원으로 49.8억원 늘었다. 두 요인이 함께 작용해 영업이익률은 2H25 28.5%에서 1H26 15.6%로 낮아졌다.
  - 반기보고서 경영진단은 1H26(반기)을 2025년(연간)과 비교해 매출 -11.3%로 적었다. 기간 길이가 다른 비교이므로 이 증감률은 판단 근거로 쓰지 않았다.

마진노트 — 분기 이익률 20.0% → 11.4% · 같은 기간 연구비 42.5억원 → 62.9억원

분기로 내려가면 연구비의 영향이 더 뚜렷하다. 2026년 2분기 매출은 1분기보다 6.2% 늘었지만 영업이익은 39.2% 줄었다.

분기	1Q25	2Q25	1Q26	2Q26
매출액	91.7	94.3	229.8	244.0
영업이익	15.8	11.1	45.9	27.9
영업이익률	17.2%	11.8%	20.0%	11.4%
경상연구개발비	25.6	16.0	42.5	62.9
연구개발비 ÷ 매출	27.9%	16.9%	18.5%	25.8%
자큐보 처방액	-	-	212	256

단위: 억원. 1Q는 반기 누적에서 2Q(3개월)를 뺀 값입니다. 처방액은 유비스트(데일리팜 2026.08.12). 자료: 반기보고서, 독립리서치 R

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 2Q26 영업이익 감소가 연구개발비 증가 영향이라고 설명했다(데일리팜, 2026.08.12). 계획된 임상 투자라는 설명이다.
- **숫자기반 해석**:
  - 1H26 경상연구개발비 105.4억원은 1H25(41.6억원)의 2.5배다. 2Q26(62.9억원)은 2Q25(16.0억원)의 3.9배다.
  - 2Q26 매출은 1Q26보다 14.2억원 늘었지만 영업비용은 32.1억원 늘었다. 연구비 +20.4억원과 급여 +12.6억원(1Q26 2.6억원 → 2Q26 15.3억원)이 대부분이다.
  - 같은 기간 처방액은 44억원(+20.8%) 늘었으나 매출은 6.2% 늘었다. 분기 매출에 섞인 기술료 규모가 공시되지 않아 이 차이의 원인은 확인되지 않는다.
  - 주식보상비용은 1H26 13.2억원으로 1H25(3.8억원)의 3.5배다. 1H26 중 주식매수선택권 89만주가 새로 부여됐다.

마진노트 — 공모 당시 2026년 예측치를 반기에 상회 · 회사 연간 목표 대비로는 영업이익 28% 달성

공모 당시 증권신고서의 2026년 예측치는 매출 401.2억원, 영업이익 69.9억원이었다(사업보고서 XI-4). 1H26 실적은 반기 만에 이 예측치를 넘었다. 한편 회사 측은 2026년 매출 1,118억원, 영업이익 265억원을 목표로 제시한 것으로 파악된다(이데일리, 2026.06.23). 1H26 달성률은 매출 42.4%, 영업이익 27.8%다. 남은 반기에 목표를 맞추려면 하반기 영업이익이 191.2억원이어야 하고, 이는 하반기 영업이익률 29.7%에 해당한다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 중국·인도 허가를 2026년 말까지 기대하고 있으며, 허가 시 마일스톤이 들어온다고 설명한다(이데일리, 2026.06.23).
- **숫자기반 해석**:
  - 하반기 필요 영업이익률 29.7%는 1H26(15.6%)의 약 1.9배이고, 기술료가 컸던 2H25(28.5%)보다도 높다.
  - 1H26 기술이전 수익은 29.4억원이었다. 목표와의 차이를 메울 중국 허가 마일스톤 금액은 공시되지 않았다.
  - 3분기 실적은 이 리포트 작성 시점에 공시되지 않았다. 3분기 보고서에서 기술이전 수익과 연구비를 먼저 확인할 필요가 있다.

결론적으로 동사의 흑자는 2025년 하반기 기술료 중심에서 2026년 상반기 처방 중심으로 바뀌었다. 처방 중심 흑자는 반복성이 높다는 점에서 질이 좋아진 것으로 평가된다. 동시에 이익률은 이제 기술료보다 연구비 집행 속도에 더 크게 좌우된다. 투자자는 분기마다 「처방 증가분이 연구비 증가분을 넘는가」를 이익의 방향을 판단하는 기준으로 쓸 필요가 있다.

④ 순이익에는 영업 밖에서 들어온 몫이 커서, 영업이익으로 읽어야 한다

마진노트 — 법인세 환급성 이익과 환율 이익 · 영업이익보다 순이익이 큰 구조

동사의 순이익은 2025년과 1H26 모두 영업이익보다 컸다. 차이는 세 가지에서 나왔다. 첫째, 이연법인세자산(앞으로 줄어들 세금을 미리 자산으로 잡은 것) 인식에 따른 법인세 수익이다. 둘째, 달러 예금에서 생긴 외환 이익이다. 셋째, 현금 이자 수익이다.

구분	2025	1H26	TTM
영업이익	126.2	73.8	173.0
금융손익(이자 등)	13.9	7.9	14.9
기타손익(외환 중심)	-2.8	20.4	34.2
세전이익	137.2	102.1	222.1
법인세비용(음수는 수익)	-20.6	0.2	-20.4
순이익	157.8	101.9	242.5
순이익 ÷ 영업이익	1.25배	1.38배	1.40배

단위: 억원. 자료: 사업보고서·반기보고서 포괄손익계산서·주석 20~22, 독립리서치 R

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 흑자 전환과 함께 자기자본이익률(ROE)이 플러스로 돌아서는 등 수익성이 개선됐다고 설명한다(반기보고서 IV-3).
- **숫자기반 해석**:
  - 2025년 순이익 157.8억원 중 20.6억원(13.1%)은 법인세 수익이다. 이를 빼면 2025년 ROE는 21.9%에서 19.0%로 낮아진다.
  - 이연법인세자산은 1H26 말 88.0억원으로 자기자본의 10.3%다. 이 자산은 향후 과세소득이 계속 나온다는 가정에 기댄다. 이익이 꺾이면 다시 비용으로 돌아올 수 있다.
  - 1H26 기타손익 20.4억원은 외환차익 12.4억원과 외화환산이익 8.2억원이다. 동사의 달러 자산은 2,050만달러(316.0억원)다. 회사는 환율이 10% 움직이면 세전이익이 31.2억원 바뀐다고 밝혔다(반기보고서 IV-3). 이는 1H26 세전이익의 30.6%다.

마진노트 — 현금 전환율 70%대 · 매출채권 증가가 주된 차이

이익이 현금으로 들어오는 비율도 함께 봤다. 영업활동현금흐름 ÷ 순이익은 1H25 1.01배, 2025년 0.72배, 1H26 0.70배다. 1H26 차이의 대부분은 제일약품 매출채권 증가다. 1H26 매출채권은 6개월 동안 68.6억원 늘었다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 매출채권에 대해 예상 손실 충당금을 설정한다고 밝혔고, 반기 말 대손충당금 설정 현황은 「해당사항 없음」이다(반기보고서 III-8).
- **숫자기반 해석**:
  - 1H26 영업활동현금흐름 71.4억원은 영업이익 73.8억원의 0.97배다. 영업이익 기준으로 보면 현금 전환에 큰 문제는 보이지 않는다.
  - 1H26 순이익과 영업현금흐름의 차이 30.5억원의 주원인은 운전자본 증가(-36.4억원, 주로 매출채권)다. 현금이 아닌 외화환산이익은 8.2억원이다. 2025년에는 현금이 아닌 법인세 수익 20.6억원이 들어 있었다.
  - 따라서 동사의 이익 규모는 순이익(TTM 242.5억원)보다 영업이익(TTM 173.0억원)으로 읽는 것이 보수적이다.

정리하면 동사의 이익 자체는 현금이 뒷받침하고 있다. 다만 순이익 기준 배수는 실제 영업 실적보다 동사를 싸게 보이게 한다. 밸류에이션(⑦)에서는 영업이익 기준 배수를 함께 제시했다.

⑤ 시장은 함께 커지지만, 동사의 몫은 적응증 수와 판매 파트너의 영업력에 묶여 있다

마진노트 — PPI를 대체하며 커지는 시장 · 후발 주자의 점유율 상승

국내 P-CAB 처방시장은 2020년 771억원에서 2025년 3,685억원으로 커졌다(유비스트, 데일리팜 2026.01.15). 2026년 1분기에는 1,076억원으로 전년 동기 대비 31.3% 늘었다. 성장은 기존 PPI 처방이 P-CAB으로 옮겨 오는 데서 나온다. 회사 측은 P-CAB끼리 경쟁하기보다 함께 PPI 시장을 대체하는 단계라고 설명한다(사업보고서 II-7).

성분(제품)	1Q26 처방액	점유율	허가 적응증 수	출시
테고프라잔(케이캡)	585	54.4%	5	2019
펙수프라잔(펙수클루 + 위임제네릭)	278	25.8%	4	2022
자스타프라잔(자큐보 + 위임제네릭)	213	19.8%	2	2024
합계	1,076	100.0%		

단위: 억원. 위임제네릭은 원개발사가 허가해 포장만 바꾼 동일 성분 제품입니다. 자료: 유비스트(데일리팜 2026.04.14), 헤럴드경제(2026.06.10, 적응증 수), 독립리서치 R

- **회사에 유리한 해석**: 자큐보는 출시 19개월 만에 펙수클루를 넘어 월간 처방액 2위에 올랐다(데일리팜 2026.05.13). 1Q26 처방액은 전년 동기 대비 217.6% 늘었다.
- **숫자기반 해석**:
  - 자스타프라잔 점유율 19.8%는 3개 성분 중 가장 낮다. 월간 2위는 펙수클루 단일 제품과 비교한 순위이고, 위임제네릭을 합친 성분 기준으로는 3위다.
  - 허가 적응증은 2개로 케이캡(5개)·펙수클루(4개)보다 적다. 회사도 상장 당시 적응증 수가 적다는 점을 보수적 추정의 이유로 들었다(사업보고서 XI-4).
  - 펙수클루는 2026년 5월 헬리코박터 제균 적응증을 추가했다(헤럴드경제 2026.06.10). 동사의 적응증 추가 일정은 임상 3상 결과에 달려 있고, 결과 발표 시점은 공시되지 않았다.

산업 환경과 전망 — 동사의 2026년 상반기 실적은 PPI 대체 속도와 후발 진입 효과가 함께 반영된 결과다

마진노트 — 시장 성장은 확인 · 기관 전망은 한 곳만 확인

동사 수익성을 좌우하는 산업 변수는 네 가지다. 국내 P-CAB 시장 성장 속도, 경쟁 제품의 적응증 확대, 선두 제품의 특허 만료 시점, 해외 시장의 약가 정책이다. 아래 표는 각 변수의 현재 상태와 확인한 범위의 외부 전망이다.

변수	현재 상태 (기준일)	2026년 이후 업계 전망	출처
국내 P-CAB 처방시장	2025년 3,685억원(+28.7%), 1Q26 1,076억원(+31.3%)	정량 전망 확인 안 됨	유비스트(데일리팜 2026.01.15·2026.04.14)
글로벌 P-CAB 시장	2024년 약 12억달러	DataHorizzon은 2033년 약 25억달러, 연평균 7.3% 성장으로 전망(같은 자료 안에 10~15% 서술이 함께 있어 범위가 불일치)	DataHorizzon Research, 2024.08.20, P-CAB Market 보고서
선두 제품 특허	케이캡 물질특허 2031년까지 유효	만료 후 복제약 진입 시 성분 간 가격 경쟁 가능성	CEO스코어데일리 2025.07.09
자큐보 특허	물질특허 존속기간 2036년 → 2040년 연장 승인	-	사업보고서 II-7
중국 위산억제제 약가	집중구매 이후 PPI 약가 2019~2024년 평균 46% 하락	P-CAB도 같은 제도의 적용을 받을 경우 로열티 기준 매출이 낮아질 수 있음	한국경제 2025.10.28

자료: 각 출처, 독립리서치 R

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 P-CAB이 30년 넘게 쓰인 PPI를 대체하는 초기 단계이며, 모든 P-CAB 신약이 함께 성장하는 시장이라고 설명한다(사업보고서 II-7).
- **숫자기반 해석**:
  - 시장 성장률(1Q26 +31.3%)보다 자스타프라잔 성장률(+217.6%)이 훨씬 높다. 1Q26 시장 증가분 256억원 중 자스타프라잔 증가분은 약 146억원으로 57%다. 동사의 성장은 시장 확대보다 점유율 확보에서 더 많이 나왔다.
  - 점유율 확보 속도는 후발 제품의 출시 초기 효과가 섞여 있다. 출시 3년차 이후에도 같은 속도가 이어질지 판단할 외부 전망은 확인되지 않았다.
  - 국내 P-CAB 시장(2025년 3,685억원)에 대한 외부 기관의 정량 전망은 이 리포트에서 확보하지 못했다. 글로벌 전망은 1개 기관 자료뿐이고, 같은 자료 안에서 성장률이 7.3%와 10~15%로 엇갈린다.

동사의 2026년 상반기 실적은 PPI에서 P-CAB으로 처방이 옮겨 가는 시장 흐름과 후발 제품의 점유율 확보가 함께 반영된 결과다. 시장 자체의 성장은 유비스트 통계로 확인된다. 그러나 동사의 점유율이 계속 오를지는 적응증 추가와 제일약품·동아에스티의 영업력에 달려 있다. 투자자는 성분 기준 점유율 추이와 3상 결과 발표 일정을 함께 확인할 필요가 있다.

⑥ 해외 수익은 계약 건수가 아니라 허가 시점이 정하고, 그 시점은 동사가 통제하지 못한다

마진노트 — 해외 기술이전 4건 · 금액과 일정은 대부분 비공개

동사는 자큐보를 해외 4개 권역에 기술이전했다. 계약 구조는 모두 계약금(반환 의무 없음) + 단계별 마일스톤 + 순매출 일정 비율의 로열티다. 계약금과 마일스톤은 조건이 충족된 시점에 한 번에 수익으로 잡는다.

권역	상대방	계약일	진행 상황 (확인 기준일)	공개 금액
중국·대만·홍콩·마카오	Livzon(중국 상장 제약사)	2023.03.10	2025년 8월 중국 의약품 허가당국(NMPA)에 허가 신청, 헬리코박터 제균 3상 첫 환자 투약(2026.05)	총 1,600억원 규모(선급금 약 200억원) · 3상 마일스톤 100만달러
인도	비공개	2024.05.22	허가 신청 완료(아시아경제 2026.06.11)	비공개
멕시코 등 중남미 19개국	Laboratorios Sanfer	2024.09.11	멕시코 허가 신청 완료, 허가 목표 2027년 상반기 (회사 측)	비공개
인도네시아	PT Dexa Medica	2026.06.10	라이선스·완제품 공급 계약	비공개

자료: 사업보고서·반기보고서 II-6, 서울경제(2026.05.29), 이데일리(2026.06.23), 아시아경제(2026.06.11), 독립리서치 R

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 중국이 약 6조원 규모의 세계 최대 위식도역류질환 시장이며, 중국·인도 허가를 2026년 말까지 기대한다고 밝혔다(이데일리, 2026.06.23).
- **숫자기반 해석**:
  - 연간 기술이전 수익은 2023년 210.6억원 → 2024년 90.1억원 → 2025년 90.8억원이다. 반기로는 1H25 21.8억원 → 2H25 69.0억원 → 1H26 29.4억원으로 크게 달라진다.
  - 중국 허가 신청 후 14개월이 지난 2026.10.22 현재 승인 사실은 이 리포트에서 확인하지 못했다. 허가 시점은 파트너사와 규제당국이 정하며, 동사가 앞당길 수 있는 변수가 아니다.
  - 해외 기술료 일부는 제일약품과 나눈다. 동사는 2025년 「기술수출 마일스톤 정산」 명목으로 제일약품에 3회 18.0억원을 지급했다(주석 14). 정산 비율은 공시되지 않았다.

마진노트 — 항암 파이프라인은 국내 2상 단계 · 효능 수치는 아직 비교 불가

네수파립은 췌장암 국내 2상, 자궁내막암 연구자 주도 2상(키트루다 병용), 위암 1b/2상이 진행 중이고, 난소암 2상은 임상시험계획을 승인받았다(반기보고서 II-2). 미국 식품의약국(FDA)의 희귀의약품 지정은 췌장암(2021.03)과 위암(2025.03) 두 건이다. 회사 측은 2상 종료 시점에 글로벌 제약사 대상 기술이전을 우선 목표로 한다고 밝혔다. 2026년 6월 미국임상종양학회(ASCO)에서 췌장암 1b 결과를 발표했다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 네수파립 가치가 기업가치에 충분히 반영되지 않았으며, 암종별 데이터 공개에 따라 재평가를 기대한다고 밝혔다(이데일리, 2026.06.23).
- **숫자기반 해석**:
  - 네수파립 관련 비용은 1H26 경상연구개발비 105.4억원의 상당 부분을 차지하는 것으로 해석될 수 있으나, 파이프라인별 연구비는 공시되지 않았다.
  - 진행 중이거나 승인된 네수파립 임상 4건은 모두 국내 임상이며, 대조군 비교 3상은 0건이다. 이 리포트는 ASCO 발표의 효능 수치를 원문으로 확인하지 못해 효능을 평가하지 않았다.
  - 네수파립 기술이전 협의는 2026.06.23 보도 기준 「진행 중」으로만 알려졌고 시점·상대방은 공개되지 않았다.

해외 사업은 계약이 늘어날수록 잠재 수익의 폭이 넓어진다. 그러나 수익 인식 시점은 각국 허가 일정이 정하고, 금액은 대부분 비공개다. 따라서 동사의 분기 실적은 앞으로도 기술료 유무에 따라 크게 흔들릴 수 있다. 투자자는 해외 수익을 반복 매출이 아니라 시점이 불확실한 일회성 수익으로 따로 떼어 읽는 것이 합리적이다.

⑦ 현재 배수는 처방 성장이 이어지고 해외 기술료가 제때 들어온다는 전제 위에 서 있다

마진노트 — 순이익 기준 PER 25.4배 · 건강관리 섹터 중위 PER 19.1배보다 높은 수준

지표	값	산식	비교 기준
PER (TTM 순이익)	25.4배	6,170.9 ÷ 242.5	건강관리 섹터(GICS 35) 중위 19.1배 · 연구개발업(KSIC 70) 중위 85.4배*
PER (2025년 순이익)	39.1배	6,170.9 ÷ 157.8	같음
시가총액 ÷ TTM 세전이익	27.8배	6,170.9 ÷ 222.1	-
시가총액 ÷ TTM 영업이익	35.7배	6,170.9 ÷ 173.0	-
EV ÷ TTM 영업이익	32.0배	5,544.7 ÷ 173.0	-
PBR (1H26 자기자본)	7.19배	6,170.9 ÷ 857.8	건강관리 섹터 중위 1.81배 · 연구개발업(KSIC 70) 중위 5.35배
PSR (TTM 매출)	7.5배	6,170.9 ÷ 821.7	-

단위: 억원, 배. EV(기업가치)는 시가총액에서 현금성자산 581.6억원과 단기 금융자산 44.6억원을 뺀 값입니다. PSR은 시가총액 ÷ 매출입니다. 업종 중위는 발행사 업종 데이터(GICS 35 재무 n=288, KSIC 70 재무 n=63, 2025-12-31 재무) 기준입니다. * 연구개발업 중위 PER은 흑자 기업만으로 계산돼 표본 대부분(적자)이 빠지므로 비교 근거로 쓰지 않았습니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 네수파립의 가치가 기업가치에 충분히 반영되지 않았다는 입장이다(이데일리, 2026.06.23). 연구개발업(KSIC 70) 상장사 ROE 중위가 -30.35%인 가운데 동사는 흑자다.
- **숫자기반 해석**:
  - 동사 PBR 7.19배는 연구개발업 중위(5.35배)보다 높고, 흑자 기업이 섞인 건강관리 섹터 중위(1.81배)의 약 4배다.
  - 같은 시가총액을 분자로 두면 영업이익 대비 35.7배, 순이익 대비 25.4배다. 1H26 법인세비용이 0.2억원에 그쳐 순이익 기준 PER이 낮게 나온다.
  - 동일 업종 비교 기업 5사(A사~E사)의 PBR 중위는 10.76배이나 4사가 적자라 비교 근거로 쓰지 않았다.

마진노트 — 1년 새 고점 대비 반토막 · 거래대금은 시장 상위권

주가는 2026.02.25 26,300원에서 2026.07.30 9,510원까지 63.8% 하락한 뒤 13,590원(2026.10.20)으로 일부 회복했다. 고점 대비로는 48.3% 낮다. 같은 기간 분기 매출은 전년 동기 대비 늘었으나, 2Q26 영업이익은 전분기 대비 39.2% 줄었다. 3개월 일평균거래대금은 84.6억원으로 시장 상위 8.2% 구간이며, 2026.08.31 하루 거래대금은 1,121억원이었다. 급등락 거래일의 원인은 이 리포트에서 공시로 확인하지 못했다.

마진노트 — 연말 보호예수 해제 · 신주 발행 근거 정비

수급과 희석 관련해 확인할 사실은 네 가지다.

1) 최대주주 제일약품 보유 20,000,000주(발행주식의 44.05%)의 상장 의무보유 기간이 2026.12.18 끝난다(사업보고서 XI-4). 매도 계획은 공시되지 않았다. 2) 최대주주 특수관계인 에스앤피혁신기술1호조합은 1H26 중 보유주식을 2,816,000주에서 1,333,921주로 1,482,079주 줄였다(반기보고서 VII-1). 3) 2026.06.30 미행사 주식매수선택권은 1,442,000주로 발행주식의 3.2%다. 4) 2026년 3월 정기주주총회에서 제3자배정 신주 발행 근거를 추가하고 사채 발행 한도를 늘리도록 정관을 바꿨다. 회사 측은 반기 말 현재 구체적 자금조달 계획은 없다고 밝혔다(반기보고서 IV-4).

- **회사에 유리한 해석**: 동사는 차입금이 없고 현금성자산이 626억원(1H26 말)으로 늘었다. 정관 변경은 연구개발·해외 진출을 위한 재무 유연성 확보 목적이라고 회사가 밝혔다(반기보고서 IV-4).
- **숫자기반 해석**:
  - 현금성자산 626억원 중 공모자금 197.2억원은 2024년 12월 조달 후 1H26 말까지 「사용 예정」으로 남아 있다. 현금이 쌓이고 있어 지금 신주를 발행할 재무상 필요는 숫자로 보이지 않는다.
  - 보호예수 해제 대상 지분(44.05%)은 유동주식수(22,986,571주)와 비슷한 규모다. 해제가 실제 매도로 이어지는지는 지분 공시로 확인할 수 있다.
  - 특수관계인 조합의 지분 축소(6.33% → 2.94%) 사유는 공시되지 않았다.

현 EV는 TTM 영업이익의 32.0배이고, 순이익 기준 PER은 건강관리 섹터 중위의 1.3배다. 이 배수는 국내 처방 성장이 이어지고, 중국 등 해외 허가 마일스톤이 예정대로 인식되며, 연구비 증가가 이익률을 더 깎지 않는다는 전제를 담고 있다고 판단된다. 세 조건 중 해외 허가 일정과 연구비 집행은 분기 보고서로만 확인된다. 따라서 동사에 대한 판단은 3분기 보고서의 기술이전 수익과 연구비 숫자를 확인한 뒤 갱신할 필요가 있다.

⑧ 리스크 요인

마진노트 — 특수관계자 집중 · 일회성 기술료 · 연구비 확대

① **특수관계자 거래 집중.** 1H26 매출의 93.8%가 최대주주 제일약품에서 나왔고, 제품매출의 58.2%가 제일약품 매입으로 나갔다. 공급가·매입가·기술료 정산 비율이 모두 비공개다. 계약 조건이 바뀌면 동사 이익률이 직접 바뀐다. 이사회는 7인(사내 4·사외 3, 2026.06.30)이다. 제일약품 사내이사 한상우가 2026년 2월 동사에 입사해 3월 사내이사로 선임됐고, 제일파마홀딩스·제일약품 대표이사 한상철이 2026년 4월 동사 사장(미등기)으로 입사해 겸직 중이다(반기보고서 IX-1). 특수관계자 거래의 이사회 승인 기준은 이 리포트에서 확인하지 못했다. 동사는 계약 조건을 영업비밀로 공시하지 않았으므로 이 위험을 외부에서 점검할 방법은 분기별 특수관계자 거래 주석뿐이다.

② **기술료 의존과 실적 변동.** 2025년 영업이익의 78.7%가 기술료가 컸던 하반기에 났다. 기술료는 해외 허가 일정에 따라 들어오며 금액이 비공개다. 분기별 기술료 규모가 공시되지 않아, 기술료가 없는 분기의 이익률은 확인되지 않는다(2Q26 영업이익률 11.4%). 회사가 제시한 2026년 연간 영업이익 목표(265억원)는 하반기 영업이익률 29.7%를 필요로 한다.

③ **연구비 확대.** 2Q26 경상연구개발비는 62.9억원으로 매출의 25.8%였다. 네수파립 2상이 여러 암종에서 동시에 진행돼, 연구비가 처방 증가분보다 빨리 늘면 영업이익은 줄 수 있다. 연구비 증가는 미래 기술이전 가치를 위한 지출이지만, 그 가치는 2상 결과 전까지 숫자로 확인되지 않는다.

④ **경쟁과 약가.** 자스타프라잔의 허가 적응증은 2개로 경쟁 성분(4~5개)보다 적다. 케이캡 물질특허가 끝나는 2031년 이후에는 복제약 진입에 따른 가격 경쟁이 생길 수 있다. 공급가와 매입가가 약가에 어떻게 연동되는지는 공시되지 않았다.

⑤ **수급과 희석.** 최대주주 지분 44.05%의 보호예수가 2026.12.18 끝난다. 미행사 주식매수선택권 3.2%와 2026년 3월 정관에 추가된 제3자배정 근거는 잠재적 희석 요인이다.

⑥ **환율.** 달러 자산 316.0억원은 환율 10% 변동 시 세전이익 31.2억원의 변동을 만든다. 1H26 순이익에는 외환 이익이 20억원 안팎 포함돼 있다.

동사는 흑자와 무차입 재무구조를 갖췄다는 점에서 국내 바이오 상장사 가운데 드문 사례다. 이는 처방이 실제로 늘고 있다는 사실에 근거한다. 다만 그 이익의 크기와 지속성은 공개되지 않은 최대주주 계약과 해외 허가 일정에 묶여 있다. 동사가 계약 구조의 주요 조건과 기술료 정산 방식을 더 공개할 경우, 이익의 질에 대한 할인 요인이 줄어들 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

실적 · 재무제표

손익계산서 (단위 : 억원)

12월 결산 (별도)	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업수익(매출액)	210.6	148.4	533.9	186.0	473.8
ㄴ제품판매	-	58.3	443.1	164.2	444.4
ㄴ라이선스(기술이전)	210.6	90.1	90.8	21.8	29.4
영업비용	188.3	196.4	407.7	159.1	400.1
ㄴ외주비	-	38.2	251.4	89.1	254.2
ㄴ경상연구개발비	157.6	109.3	97.2	41.6	105.4
ㄴ급여·퇴직급여	-	18.6	20.1	13.5	19.4
ㄴ지급수수료	-	18.5	23.9	8.1	10.3
ㄴ기타	-	11.8	15.1	6.8	10.8
영업이익	22.3	-48.0	126.2	26.9	73.8
(영업이익률(%))	10.6	-32.3	23.6	14.5	15.6
금융수익	9.4	9.4	14.0	6.9	7.9
금융비용	25.2	81.1	0.1	0.1	0.1
기타손익	0.1	20.2	-2.8	-16.5	20.4
법인세차감전순이익	6.6	-99.4	137.2	17.2	102.1
(법인세비용)	-10.2	-18.5	-20.6	0.0	0.2
당기순이익	16.8	-80.9	157.8	17.2	101.9
(당기순이익률(%))	8.0	-54.5	29.6	9.3	21.5
기타포괄손익	-0.1	-0.1	-1.3	0.0	-2.4
총포괄이익	16.7	-81.0	156.6	17.2	99.5

자료: 전자공시 DART(사업보고서·반기보고서 재무제표 및 주석 17~22), 독립리서치 R

* 동사는 매출원가·판매관리비를 나누지 않고 영업비용을 성격별로 공시합니다. 매출총이익 등 원가 구분이 필요한 지표는 싣지 않았습니다. EBITDA(영업이익 + 감가상각비)는 2025년 131.5억원, 1H26 76.7억원입니다(주석 19 감가상각비 기준).

* 2024년 금융비용 81.1억원 중 74.4억원은 상환전환우선주 관련 파생상품평가손실이며, 우선주가 2024년 4월 전액 보통주로 전환돼 2025년부터 발생하지 않았습니다.

* 2023년 세부 비용 항목은 2025년 사업보고서에 비교 공시되지 않아 「-」로 두었습니다. 2023년 경상연구개발비는 사업보고서 II-6 연구개발비용 표의 값입니다.

재무상태표 (단위 : 억원)

기말	2023	2024	2025	1H26
유동자산	307.6	521.3	638.4	809.7
└ 현금및현금성자산	301.0	430.0	470.5	581.6
└ 기타포괄손익-공정가치 금융자산	-	-	56.9	44.6
└ 매출채권및기타채권	3.7	75.8	107.1	179.8
비유동자산	67.9	87.8	118.7	120.2
└ 유형자산	32.2	29.9	29.4	29.2
└ 이연법인세자산	31.0	53.6	88.0	88.0
자산총계	375.5	609.1	757.1	929.8
유동부채	570.1	47.7	36.2	71.1
└ 기타유동금융부채 — 상환전환우선주	549.1	-	-	-
└ 매입채무및기타채무	19.1	40.7	34.6	68.4
비유동부채	2.3	1.3	0.4	1.0
부채총계	572.4	48.9	36.7	72.1
자본금	28.9	54.0	222.4	227.0
자본잉여금	71.5	874.2	225.8	261.2
이익잉여금(결손금)	-310.2	-391.2	266.8	368.7
자본총계	-196.9	560.2	720.4	857.8
부채와자본총계	375.5	609.1	757.1	929.8

자료: 전자공시 DART, 독립리서치 R

* 2025년 이익잉여금 전환은 자본잉여금 500.2억원으로 결손금을 보전한 결과이며(현금 유출입 없음), 같은 해 무상증자로 자본잉여금 166.7억원이 자본금으로 옮겨졌습니다.

* 2025년 비유동부채는 요약재무정보에 0.4억원(43,530,090원), 재무상태표 본문에 0.4억원(44,530,090원)으로 1백만원 차이가 있어 본문 값을 썼습니다.

현금흐름표 (단위 : 억원)

	2023	2024	2025	1H25	1H26
영업활동현금흐름	41.5	-78.4	114.0	17.3	71.4
투자활동현금흐름	-10.1	-0.7	-62.0	-1.6	8.1
└ 유형자산 취득	-11.6	-1.4	-3.0	-1.6	-1.7
재무활동현금흐름	-1.5	195.8	-5.3	7.7	23.6
└ 주식 발행(공모)	-	197.6	-	-	-
└ 주식매수선택권 행사 유입	-	-	12.8	8.6	24.7
└ 주식기준보상 현금 정산	-	-	-15.0	-	-
기말 현금및현금성자산	301.0	430.0	470.5	451.9	581.6
FCF(영업현금흐름 – 유형자산 취득)	29.9	-79.8	110.9	15.7	69.7

자료: 전자공시 DART, 독립리서치 R

* 2025년 투자활동의 기타포괄손익-공정가치 금융자산 취득 58.9억원과 1H26 같은 항목 10.0억원은 공시 라벨과 부호가 맞지 않아, 투자활동 합계와 재무상태표 잔액 변동으로 방향을 판단했습니다(2025년 취득·1H26 회수).

주요 지표

	2024	2025	1H26
부채비율(%)	8.7	5.1	8.4
유동비율(%)	1,094.0	1,762.2	1,139.1
차입금의존도(%)	0.5	0.2	0.3
순현금(억원)	426.9	526.1	623.5
영업현금흐름 ÷ 영업이익(배)	N/M	0.90	0.97
영업현금흐름 ÷ 순이익(배)	N/M	0.72	0.70
매출채권 회수기간(일, 직전 반기 제품매출 기준)	-	69	65
경상연구개발비 ÷ 매출(%)	73.7	18.2	22.2

자료: 전자공시 DART, 독립리서치 R

* 차입금의존도와 순현금의 차입금은 리스부채만 포함합니다. 금융기관 차입금은 없습니다.

* 반기보고서 IV-3 경영지표는 부채비율을 1H26 0.8%, 2025년 0.5%로 적었으나, 재무상태표로 재계산한 부채총계 ÷ 자본총계는 각각 8.4%, 5.1%입니다. 이 리포트는 재계산 값을 썼습니다.

기업가치 제고 진단

자본비용과 Equity Spread (D1)

자본비용(COE) 산식

COE **9.66%** 주주가 요구하는 최소 수익률 = Rf(무위험이자율) **3.822%** 국고채 3년 · 2026.10.21 + β × ERP **0.8338 × 7.0%** 연구개발업(KSIC 70) 61사 중위 β · 정책 상수 ERP

자료: 한국은행 경제통계시스템, 발행사 산업 베타, 독립리서치-R by KONNECT

* 개별 베타 0.9847(251거래일, 설명력 R^2 0.24)은 쓰지 않고 산업 중위 베타를 적용했습니다. 개별 베타를 쓰면 COE는 10.71%입니다.

† ERP(주식 위험 프리미엄)는 시장에서 관측된 값이 아니라 발행사가 정한 정책 상수입니다. 세 입력의 기준일이 서로 다릅니다 — ERP 2026.10.18 개정 · Rf 2026.10.21 · β 2026.10.16.

연도	ROE(기말)	COE	Equity Spread(ROE − COE)
2024	-14.45%	-	-
2025	21.91%	9.66% (발간일 기준)	+12.25%p

ERP 감도	5%	6%	7%	8%
COE	7.99%	8.82%	9.66%	10.49%
2025 Equity Spread	+13.92%p	+13.09%p	+12.25%p	+11.42%p

* 2025년 COE는 발간일 시점 Rf·β로 계산한 값입니다. 2025년 말 시점 Rf·β로 다시 계산하지 않았으므로, 위 Spread는 「현재 자본비용 대비 2025년 ROE」로 읽어야 합니다. 2024년 COE는 산출하지 않았습니다.

* 2025년 경제적 이익(Spread × 기말 자본 720.4억원)은 약 88.3억원입니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 당기순이익 증가로 자기자본순이익률(ROE)이 플러스로 전환됐다고 설명한다 (반기보고서 IV-3). 2025년 ROE 21.91%는 ERP 5~8% 가정 모두에서 COE를 11%p 이상 웃돈다.
- **숫자기반 해석**:
  – 법인세 수익 20.6억원을 빼면 2025년 ROE는 19.0%로, Spread는 +9.4%p로 줄어든다.
  – 2025년 영업이익의 78.7%(99.3억원)가 기술료가 컸던 하반기에 났다.
  – 2026년 연간 Spread는 1H26만으로 판정하지 않았다. 반기 값을 연율화한 값은 판정 근거로 쓰지 않는다.

결론: 2025년 Spread는 높은 순이익률로 양(+)을 만들었으며, 그 순이익률에는 기술료와 법인세 수익이 크게 기여했습니다.

ROE 3분해 — 2025년, 기말 기준 (D2)

ROE 3분해 (2025년, 기말 기준)

ROE (2025)	= 순이익률	× 총자산회전율	× 재무레버리지
21.9%	**29.6%**	**0.71회**	**1.05배**
지배주주순이익 ÷ 기말 자기자본	유지 기술료·법인세 수익 포함	개선고려 자산의 69.7%가 현금 및 단기금융자산	유지 무차입

자료: 자체 계산, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 부채비율과 차입금의존도가 낮아 안정적인 재무구조를 유지하고 있다고 설명한다 (반기보고서 IV-3).
- **숫자기반 해석**:
  – 총자산 757.1억원 중 현금성자산·단기 금융자산이 527.4억원(69.7%)이다. 현금 비중이 높아 자산회전율이 0.71회에 그쳤다.
  – 공모자금 197.2억원은 2025년 말 「사용 예정」 상태였고, 쓰이기 전까지 자산회전율을 낮추는 요인이다.

업종 대비 위치 — 건강관리(GICS 35)·연구개발업(KSIC 70) (D3)

지표	동사	업종 목표선	건강관리 섹터 중위 (n=288)	연구개발업 중위 (n=63)	판정
ROE	21.91%	-	-0.01%	-30.35%	판정 보류
PBR	7.19배	-	1.81배	5.35배	판정 보류
영업이익률	23.6% (2025)	-	2.16%	-176.24%	판정 보류
주주환원율	0%	-	-	-	판정 보류
Equity Spread	+12.25%p	0 이상 🟢	-	-	🟢

자료: 발행사 업종 데이터(기준 2025-12-31 재무), 독립리서치 R

* 업종 목표선(기업가치 제고 계획 공시기업의 약속치)을 받지 못해 신호등 판정은 Equity Spread만 했습니다. 나머지 항목은 실적선 대비 위치만 싣습니다.

* 연구개발업 세분류(KSIC 701, 재무 n=15)는 표본이 작아 판정 근거에서 뺐습니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 자큐보 매출과 기술이전 수익 증가로 수익성이 개선됐다고 설명한다(반기보고서 IV-3). 동사의 ROE·영업이익률은 연구개발업 중위가 적자인 상황에서 흑자다.
- **숫자기반 해석**:
  – 연구개발업 중위가 적자라 동사가 업종을 웃도는 것은 업종 구성 효과가 크다. 흑자 기업이 섞인 건강관리 섹터 중위와 비교해도 ROE(21.91% 대 -0.01%)는 높다.
  – 동사 PBR 7.19배(2026.10.20 주가)는 건강관리 섹터 중위(1.81배)의 약 4.0배, 연구개발업 중위(5.35배)의 1.3배다. 업종 중위는 2025-12-31 기준이라 시점이 다르다. 같은 2025Q4 기준 동사 PBR은 12.27배였다.

주주환원 설계 유형 (D4)

주주환원 설계 판단 근거

3년 누적 FCF ÷ 순이익	61.0억원 ÷ 93.7억원 = **0.65** (2023~2025)
배당 · 자기주식	배당 이력 없음 · 자기주식 없음
배당 재원	1H26 말 이익잉여금 368.7억원
권고 유형	③ 조건부(Trigger)형
권고 방향	반복성 있는 제품 이익과 일회성 기술료를 나누고, 일회성 기술료가 큰 해에 그 일부를 환원하는 방식

자료: 전자공시 DART, 자체 계산, 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 연구개발 투자를 우선하고 이익을 내부 유보해 성장 기반을 마련하겠다고 밝혔다(사업보고서 III-6).
- **숫자기반 해석**:
  – 2025년 이익잉여금 전환으로 배당가능이익의 근거가 생겼다(1H26 말 이익잉여금 368.7억원). 현재 배당 수준·시기에 대해 확정된 사항은 없다고 회사가 밝혔다.
  – 3년 누적 FCF ÷ 순이익 0.65는 이익 중 현금으로 남은 비율이 65%라는 뜻이다. 2024년 FCF -79.8억원이 포함돼 있어 연도별 변동이 크다.
  – 정관상 배당기준일을 배당액 결정 이후로 정할 수 있는 규정은 없다(사업보고서 III-6).

KRX 기업가치제고 프로그램 벤치마크 진단 (D5)

점검 원천: 2025년 사업보고서·2026년 반기보고서
* 기업가치 제고 계획 공시 여부는 확인되지 않았습니다. 두 보고서에서 관련 서술은 발견되지 않았습니다.

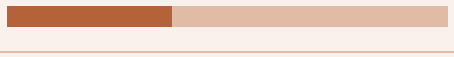
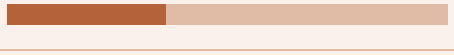
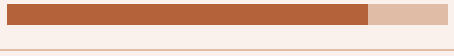
#	항목	판정	비고
①	다각적·입체적 현황진단	미충족	보고서상 자본효율 진단 서술 없음
②	자본비용 등 분석	미충족	자본관리 목적만 서술(III-5)
③	중장기 계량적 목표설정	미충족	배당·ROE 목표 없음
④	종합적 분석을 통한 목표설정	미충족	-
⑤	구체적·합리적 계획수립	미충족	공모자금 사용 계획 「운영자금 사용 예정」
⑥	임직원 인센티브 연계	부분	주식매수선택권 1,442,000주 운영, 성과지표 연계 여부 미공시
⑦	목표달성 평가 및 원인분석	부분	상장 예측치 대비 실적 비교표 공시(XI-4)
⑧	이행평가 결과 반영	미충족	-
⑨	경영진 소통 참여	부분	IR 자료 KIND 게시(2025.06.09)
⑩	적극적인 소통정책	미충족	주주환원 정책 미확정
⑪	외국인 투자자 소통(영문공시)	확인 안 됨	-
⑫	지배구조 개선 목표·이행일정	미충족	특수관계자 거래 통제 절차 서술 없음

노려볼 항목: ⑫ 지배구조 — 매출의 93.8%가 최대주주 거래이므로, 특수관계자 거래의 이사회 승인 기준과 가격 결정 원칙을 공시하면 투자자가 가장 크게 할인하는 위험을 직접 줄일 수 있습니다. ③ 계량 목표 — 회사가 언론을 통해 밝힌 2026년 매출·영업이익 목표를 공시 문서로 옮기면 바로 충족 근거가 됩니다.

레이먼인덱스 포지셔닝 — 업종 상위 10% 대비 (D6)

레이먼인덱스 RAYMOND INDEX · FY2025 · KOSDAQ × 연구개발업(KSIC 70) 60사

품질 4지수는 100점 환산, 업종 내 상대 순위로 다시 계산한 산식(v3.1) 값입니다. WP는 0~1 척도의 재무 악화 확률(2026.05.15 산출)이며 낮을수록 안전합니다.

CEI 자본효율	**82.9**		업종 상위 10% 평균(71.3)을 넘었다. **2025년 흑자 전환과 같은 해**에 38.3에서 올랐다.
CGI 현금거버넌스	**37.0**		업종 평균(37.1) 바로 아래. **동사·업종 중위 모두 2년 연속 37.0**이라 구별력이 낮다.
RII 재투자강도	**35.8**		업종 평균(23.0)을 웃돈다. 보정 전 원래 점수로는 **업종 평균(41.2) 아래**다.
MAI 모멘텀정합	**81.9**		업종 평균(65.0) 위, 상위 10% 평균(86.7)에는 4.8 못 미친다.
WP 재무 악화 확률	**0.0391**		LOW. 업종 평균(0.2603)보다 낮고 **하위 6.7%** 위치다.

자료: 발행사 R-Index(산출 2026.10.13), R-Advisory

위험 축 (낮을수록 우량)

지표	값	그룹 μ	저위험 10% 경계	그룹 내 위치	판정
WP(재무 악화 확률)	0.0391 (LOW)	0.2603	0.0404	하위 6.7%	🟢 안전
관계형리스크	0.0373 (LOW)	0.1384	0.0373	하위 0.0%	판정 보류*

품질 축 (높을수록 우량)

지표	2024	2025	그룹 μ (2025)	상위10% T (2025)	T 대비 갭	판정
CEI(자본효율 지수)	38.3	82.9	35.2	71.3	+11.6	🏆
CGI(현금거버넌스 지수)	37.0	37.0	37.1	59.1	-22.1	🟡
RII(재투자강도 지수)	5.1	35.8	23.0	68.2	-32.4	🟢
MAI(모멘텀정합 지수)	64.8	81.9	65.0	86.7	-4.8	🟢
종합	24.7 (C+)	54.7 (B)	31.3	58.3	-3.6	🟢

자료: 발행사 R-Index, 독립리서치 R

* 지수값: 발행사 R-Index(FY2025, 산식 v3.1, 별도 재무, 산출 2026.10.13). 모집단은 품질 지수 60사(상장폐지·미거래·N/M 제외), WP 60사(모델 v8.2.0), 관계형리스크 61사(모델 rel_hazard_v1)입니다. 품질 축 판정은 상위10% 평균(T) 이상 🏆 / 전체평균(μ) 이상 🟢 / 0.7μ 이상 🟡 / 0.7μ 미만 🔴 입니다.

* WP는 0~1 척도이며 2026.05.15 산출 단일 값입니다. 관계형리스크는 관측 기간(2023.10~2026.04) 전체를 한 값으로 줄인 확률 값이라 0~100 점수 기준의 신호등에 쓰지 않고 그룹 내 위치만 싣습니다.

* CEI·RII·종합은 같은 업종 안에서의 상대 순위로 다시 계산한 값입니다. 다시 계산하기 전의 원래 점수로 보면 RII는 35.8로 업종 평균(41.2)보다 낮아 「주의」 구간입니다.

* 2023년은 지수 산출 행이 없습니다.

- **회사에 유리한 해석**: 지수에 대한 회사 측 설명은 확인되지 않았다. 지수상으로는 위험 지표 두 개가 모두 업종 최저 위험 구간에 있고, 종합 등급이 1년 만에 C+에서 B로 올랐다.
- **숫자기반 해석**:
  - CEI는 38.3에서 82.9로 44.6 올랐고, 2025년 흑자 전환과 같은 해에 나타났다. 2025년 이익의 상당 부분이 하반기 기술료라는 점(③)을 감안하면, 같은 수준이 2026년에도 유지될지는 연간 실적으로 다시 확인해야 한다.
  - CGI는 2024년과 2025년 모두 37.0이고, 업종 중위도 두 해 모두 정확히 37.0이다. 업종 다수가 같은 값에 몰려 있어 이 지수로는 동사의 현금 관리 수준을 구별하기 어렵다.
  - CGI 구성요소에는 주주환원 균형(가중치 20%)과 현금 활용도(20%)가 들어간다. 배당 0원과 공모자금 197.2억원 미사용이 점수 정체와 맞물리는 것으로 해석될 수 있으나, 구성요소별 점수는 받지 못했다.

저PBR 위치 진단 (D7)

구분	값
동사 PBR (2025Q4, 지수 데이터 기준)	12.27배
동사 PBR (2026.10.20 주가 · 1H26 자기자본)	7.19배
섹터 내 백분위 (2025Q4)	87.33% (221사)
저PBR 기준값 (2025Q4)	0.72배
Peer 중위 PBR	10.76배 (동일 업종 KSIC 5자리 자동선정 5사, 적자 4사 — 참고용)
PBR 1배 미만 지속 연수	0년

저PBR 리스트 편입 가능성

리스트 편입 가능성	**해당 없음** — PBR이 저PBR 기준값(0.72배)의 10배 이상
추이	2024Q4 3.15배 → 2025Q2 3.92배 → 2025Q4 12.27배

자료: 발행사 저PBR 위치 데이터(분기말 주가·자본 기준), 독립리서치-R by KONNECT

- **회사에 유리한 해석**: 저PBR 위치에 대한 회사 측 설명은 확인되지 않았다. 동사 PBR은 저PBR 기준값(0.72배)의 10배 이상이다.
- **숫자기반 해석**:
  – 2025Q4 PBR 12.27배는 그 시점 주가 기준이고, 이후 주가가 2026.02.25 고점 대비 48.3% 내려 현재 PBR은 7.19배다.
  – 2025Q4 기준 섹터 백분위는 87.33%(221사)다. 순자산 대비 가격은 섹터 상위 13% 수준이다.

재무건전성 신호등 — 한기평 기준 구간 (D8)

지표	동사 (1H26)	🟢 양호	🟡 주의	🔴 위험	추세	판정
부채비율	8.4%	≤100%	100~200%	>200%	→	🟢
차입금의존도	0.3%	≤30%	30~45%	>45%	→	🟢
순차입금/EBITDA	순현금 623.5억원	≤2배	2~3.5배	>3.5배	→	🟢
EBITDA/이자비용	약 1,430배 (리스이자만)	≥5배	3~5배	<3배	→	🟢
영업이익률	15.6%				↑ (1H25 14.5%) · 직전 반기 28.5%	-
ROE	21.9% (2025)				-	-
영업현금흐름/영업이익	0.97배				↑ (2025 0.90배)	🟢
현금성자산/단기성차입	차입 없음				→	🟢

회계 품질 플래그

☐	미분해 손익	2024년 세전·영업 차이 51.4억원은 상환전환우선주 평가손실 74.4억원으로 설명됨
✔	**이연법인세**	이연법인세자산 88.0억원(자기자본의 10.3%), 2025년 순이익의 13.1%가 법인세 수익
☐	비현금 금융원가	2025년 이후 해당 없음
☐	채권 역행	매출채권 회수기간 69일(2025년 말) → 65일(1H26 말), 반기 매출 기준
☐	흑자인데 영업현금흐름 지속 음(–)	해당 없음
☐	EBITDA ≤ 0	해당 없음(1H26 EBITDA 76.7억원)
☐	감사·우발	2023~2025 감사의견 적정, 계속기업(회사 존속 전제) 불확실성·강조사항 없음, 소송·보증·담보 없음

✔ 검출 — 이연법인세 플래그에 따라 본문 ④에 순이익 해명 문단을 두었습니다 ☐ 미검출

자료: 전자공시 DART 감사보고서·주석, 독립리서치-R by KONNECT

* 이자비용은 리스부채 이자(1H26 0.05억원)뿐이어서 EBITDA/이자비용은 의미가 작습니다.

- **회사에 유리한 해석**: 회사 측은 금융기관 약정·지급보증·담보 제공이 없고 차입금이 없다고 밝혔다(반기보고서 IV-4·IV-5).
- **숫자기반 해석**:
  – 순현금 623.5억원은 시가총액의 10.1%다. 재무 위험은 낮지만 시가총액 대부분(89.9%)은 순현금 밖의 사업 가치에 대한 평가다.
  – 영업이익률은 전년 동기(1H25 14.5%)보다 1.1%p 높고, 직전 반기(2H25 28.5%)보다 12.9%p 낮다.

Compliance Notice

- 본 자료는 투자를 유도할 목적이 아니라 개인투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성되었습니다.
- 본 자료의 작성자인 박재준을 비롯해 당사 임직원들은 본 자료 제공일 현재 위 자료에 언급된 종목의 주식 및 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 작성자는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 이 금지하는 선행매매를 하고 있지 않습니다.
- 당사는 금융투자업자가 아닌 독립리서치 펌(Independent Research Firm)으로서, 개별적인 투자상담이나 자금운용을 수행하지 않습니다.
- 본 자료에 언급된 종목의 경우, 투자결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.
- 작성자는 본 자료에 게재된 내용들이 본인 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자의 투자 판단을 위한 자료로만 활용되어야 하며 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 저작물로서 모든 지식재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제·전송·배포할 수 없습니다.

[발행사 정보] 독립리서치-R by KONNECT
R-Advisory Team · 대표애널리스트 박재준
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net

[투자의견 (변동)내역]

일시	2026.10.22
투자의견	Not Rated
목표가격	-

[종목 투자등급] 당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대 수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다. 본 자료는 투자의견을 제시하지 않습니다(Not Rated).

[증권사별 보고서 발간 횟수] 기준일 2026.10.21

연도	2022	2023	2024	2025	2026
발간 횟수	-	-	-	-	-
발간 증권사	-	-	-	-	-

* 증권사 발간 이력은 확인되지 않았습니다.

자료 출처

* 전자공시 DART — 온코닉테라퓨틱스 2025년 사업보고서(2026.03.13), 2026년 반기보고서(2026.08.12)
* 데일리팜 — 쌍둥이 약도 흥행…P-CAB 시장 5년새 771억→3685억 (2026.01.15) · https://www.dailypharm.com/user/news/334809
* 데일리팜 — 쌍둥이 약 5종 가세…P-CAB 신약 3개월 처방시장 1천억 (2026.04.14) · https://dailypharm.com/user/news/337447
* 데일리팜 — 제일약품 자큐보, 출시 19개월 만에 P-CAB 2위 등극 (2026.05.13) · https://m.dailypharm.com/user/news/338411
* 데일리팜 — 온코닉, 2Q 매출 159%·영업익 151%↑ (2026.08.12) · https://dailypharm.com/user/news/341378
* 이데일리 — 온코닉테라퓨틱스, 자큐보 성과에 항암 파이프라인까지 가세 (2026.06.23) · https://pharm.edaily.co.kr/News/Read?newsId=02958566645484672
* 서울경제 — 자큐보 신규 적응증 中 3상 진입 (2026.05.29) · https://www.sedaily.com/article/20049719
* 아시아경제 — 자큐보 인도네시아 진출…덱사 메디카와 공급계약 (2026.06.11) · https://view.asiae.co.kr/article/2026061111525209549
* 헤럴드경제 — Zaquvo surges past Fexuclue (2026.06.10) · https://biz.heraldcorp.com/article/10779363
* CEO스코어데일리 — 2031년까지 물질특허 유효 (2025.07.09) · https://www.ceoscoredaily.com/page/view/2025070916121498258
* 한국경제 (2025.10.28) · https://www.hankyung.com/article/202509269594i
* DataHorizzon Research — P-CAB Market (2024.08.20) · https://datahorizzonresearch.com/potassium-competitive-acid-blocker-p-cab-market-11349

R – Advisory

BY KONNECT

독립리서치-R by KONNECT

R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net
https://index.konnect-ai.net