

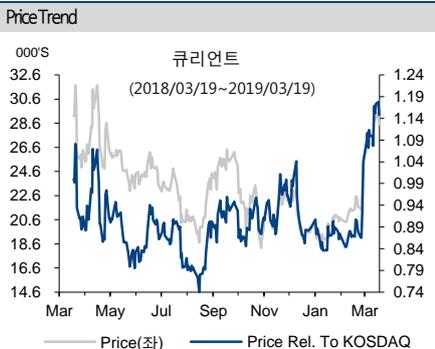
큐리언트 (115180)

NR

증가(2019/03/19) 28,450 원

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	854만주
시가총액	243십억원
외국인지분율	1.4%
52주 주가	18,200~31,700원
60일평균거래량	113,129주
60일평균거래대금	2.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.4	50.9	11.4	-2.7
상대수익률	26.7	38.8	20.1	13.2



FY	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	-	-	-	99
영업이익(십억원)	-13	-17	-18	80
순이익(십억원)	-12	-15	-17	84
EPS(원)	-1,636	-1,639	-1,759	8,662
BPS(원)	1,921	4,058	2,339	11,041
PER(배)				3.3
PBR(배)	15.9	7.0	12.2	2.6
ROE(%)	-62.7	-56.5	-55.0	129.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	-	1.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

김재익(2122-9183)
jaeikik@hi-ib.com

임상 단계 대비 저평가

미국 임상 2상을 2건 진행 중인 Developer

동사는 후보물질을 도입하여 상업화 임상 전까지 개발하고 L/O 을 추진하는 일종의 Developer 의 컨셉을 지닌 회사이다. 2018 년 3 분기 기준 총 직원 수는 17 명으로 연구개발을 진행 중이며, 물리적으로 인력이 필요한 임상 과정은 외주로 해결하고 있다. 현재 진행 중인 임상 파이프라인은 1) 아토피 신약 Q301(임상 2b 상), 2) 다재내성결핵 신약 Q203(임상 2a 상), 3) 면역항암제 Q701/Q702(전임상) 등이 있다.

파이프라인 가치대비 과도한 저평가 상태 장기간 지속 중

큐리언트의 기업 구조상 임상 2 상을 종료하면 해당 파이프라인에 대한 L/O 를 진행을 해야된다. 현재 동사는 2 건의 미국 임상 2 상을 진행하고 있으며, 그 중 아토피 파이프라인은 임상 2b 상이 연내 종료될 예정이다.

아토피 치료제 Q301 은 과거 임상 2a 상 완료 후, L/O 을 추진하였으나 무산되어 현재 시장의 저평가를 받고 있는 상태이다. 하지만 여전히 경증 환자 대상 가격경쟁력 및 효과를 동시에 보유한 약물이 시장에 없는 만큼 충분한 경쟁력을 보유하고 있다고 판단된다. 다재내성 결핵 치료제인 Q203 은 연내 임상 2a 상을 마무리할 예정이며, 내년 초 임상 2b 상을 개시할 예정이다. FDA 희귀의약품(orphan drug) 및 패스트 트랙에 지정된 만큼, 2b 상 종료 후 허가 진행 및 PRV 수취가 기대된다.

면역항암제 Q702 는 Axl, Mer, CSF-1R 을 동시에 저해하는 기전을 가진 First-in-class 면역항암제 파이프라인으로 현재 비임상 중이며, 하반기 IND 를 제출할 예정이다. 저분자화합물 경구제로 개발 중인 물질이다. 현재 비임상 진행 중이며, 하반기 임상 1 상 IND 신청을 목표로 하고 있다. 전임상 결과, 단독투여 및 면역항암제 병용투여에서 모두 효과가 있다는 점을 확인하였으며, 저분자화합물 경구제형으로 개발되기 때문에 약가 경쟁력이 높아 병용으로서의 상업성이 기대된다.

최근 추가 급등한바 있으나, 여전히 적정가치 대비 저평가되어 있다고 판단된다. SOTP 밸류에이션을 기반으로 당사가 추정하 동사의 기업가치는 약 4,360 억원으로 추정된다. 각 파이프라인의 가치는 Q301 2,074 억원, Q203 787 억원, Q203-PRV 가치 1,260 억원으로 추정하였다.

그림1. 큐리언트 SOTP Valuation

(단위: 십억원)		비고
1. 비영업가치	412.1	
신약가치	412.1	
Q301	207.4	그림 15 참조
Q203	78.7	그림 22 참조
Q203-PRV	126.0	평균 거래금액 1,800억원에 배분비율 70% 적용
3. 순차입금	-23.9	
4. 기업가치 (1-2)	436.0	
5. 보통주주식수(1,000)	8,536.7	
6. 적정주가	51,070	

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림2. 파이프라인 현황

			기초연구	개발후보 선정	선임상 개발	임상 1상	임상 2상
항암	면역항암제 Q701	First In Class		IND 준비 중			
	면역항암제 Q702	First In Class		IND 준비 중			
	CDK7저해 신규항암제	First In Class		PCC 선정 중			
항생	다제내성 결핵 치료제 Telacebc ¹⁾	First In Class		미국/남아공	임상 2a상 (US FDA 희귀의약품 지정)		
면역병	아트피성 피부염치료제 Q301	Drug Repositioning			미국 임상 2b상		
	SLO 저해 천식치료제	Best In Class		최적화			

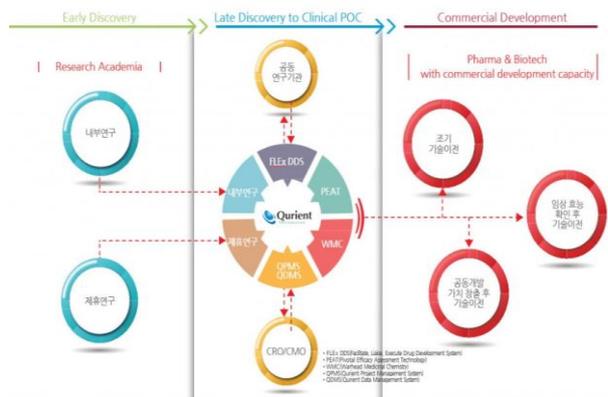
자료: 큐리언트, 하이투자증권 리서치센터

그림3. 큐리언트 시가총액 추이



자료: Gauntwise, 하이투자증권 리서치센터

그림4. 큐리언트 사업모델



자료: 큐리언트, 하이투자증권 리서치센터

I . 아토피 치료제 Q301

1. 아토피 시장 현황

글로벌
아토피 시장
64 억달러 수준

시장조사기관인 Global Data 에 따르면, 글로벌 아토피 치료제 시장은 2017 년 63.6 억달러에서 연평균 성장률 11.1%로 증가하여 2027 년 182.8 억달러 규모로 성장할 것으로 전망된다. 주요 시장성장 동력은 인터루킨 억제제, JAK 억제제 등 신약 출시에 따른 신규수요발생 및 약가의 상승 등이다. 2017 년 기준 국가별(7 개 선진국) 시장점유율은 미국 80.1%, 이탈리아 6.0%, 스페인 3.6%, 독일 3.3%, 일본 3.2%, 프랑스 2.4%, 영국 1.3%로 구성되어있다. 미국시장이 절대적인 규모를 차지하는 만큼 미국 임상 진행여부에 따라 가치의 변동이 크다고 판단된다.

인터루킨 및
JAK 억제제의 성장이
전체 시장 주도 전망

치료제 별로 보았을 때, 2017 년 시장점유율은 스테로이드제 30%, 수분크림/연화제 23%, 면역억제(Cyclosporine 등) 28%, 칼시뉴린 억제제 12%, 인터루킨 억제제 4%, PDE-4 억제제 1% 등으로 구성되어 있다. Global Data 는 2027 년까지 인터루킨 억제제(Dupixent 등)와 JAK 억제제의 시장점유율 비중이 각각 43%, 22%까지 확대되며 전체 시장성장을 주도할 것이라고 전망하였다.

여전히 Unmet 는 존재

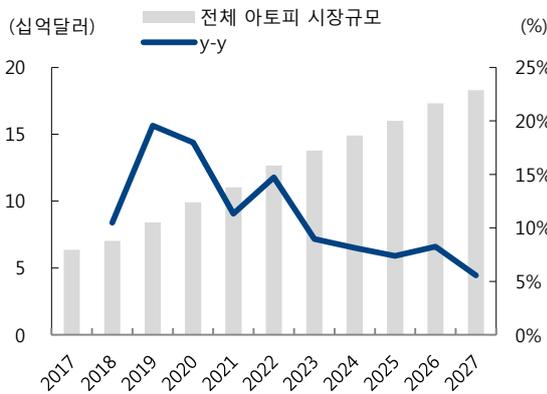
아토피 시장의 Unmet Needs 는 다음과 같다. 1) 부작용이 없는 국소성 치료제, 2) 환자의 가려움증(pruritus)을 해결할 수 있는 치료제, 3) 병리생리학적으로 아토피의 다양성을 이해하는 것 등이다.

국소형 치료제의
부작용은 최대 Unmet
Needs

현재 아토피 치료제의 가장 큰 문제점은 현재 시장의 대부분을 차지하는 모든 국소성 치료제가 부작용을 가지고 있다는 점이다. TSC(국소성 코르티코 스테로이드)는 장기 사용 시 피부위축증 및 혈관 확장증 등을 야기하며, TCI(국소성 칼시뉴린 억제제) 및 PDE-4 억제제는 사용부위에 통증(피부작열감 등)을 수반한다. 또한 칼시뉴린 억제제의 경우 영유아 발암 문제로 사용이 제한적이다.

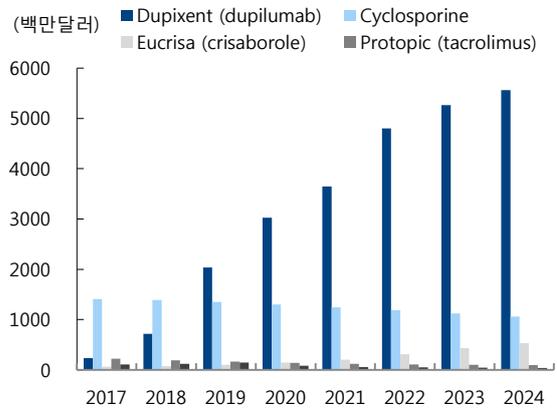
현존하는 아토피 피부염 치료제의 상당수가 가려움증을 어느정도 줄여주나, 완전히 제거하지는 못하였다. 가장 최근에 FDA 허가를 받은 아토피 치료제인 Dupixent(dupilumab, 인터루킨억제제)가 염증억제와 동시에 유의미한 가려움증 감소의 효과를 보여주었다.

그림5. 아토피 시장규모 및 전망



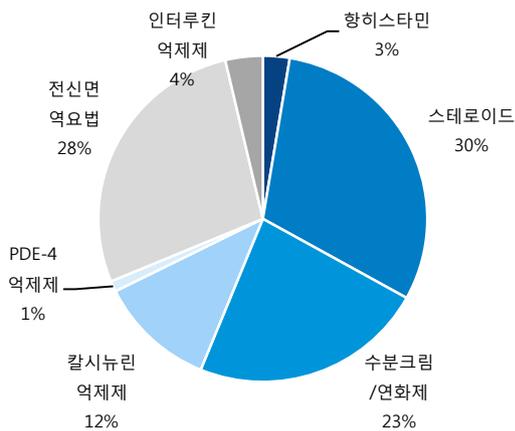
자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림6. 주요 치료제 시장규모 및 전망



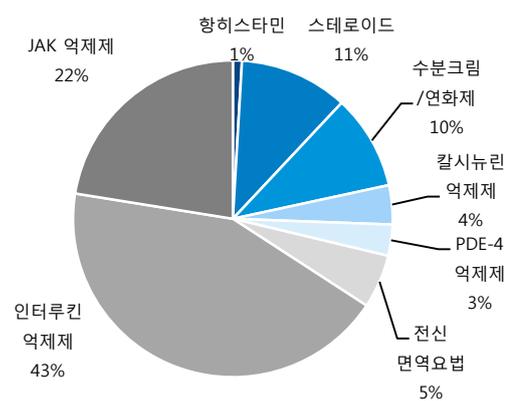
자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림7. 2017년 아토피 시장 점유율



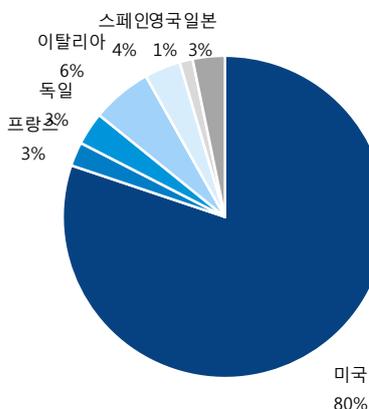
자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림8. 2027년 아토피 시장 점유율



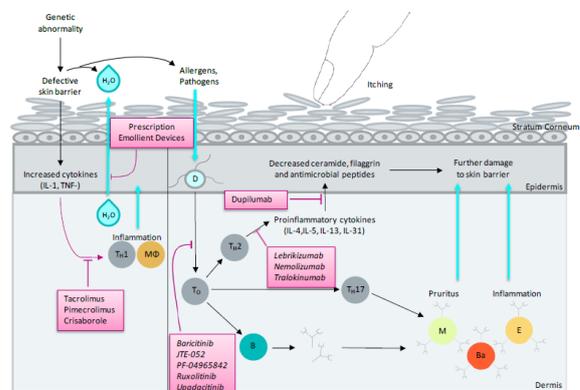
자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림9. 2017년 국가별 아토피 시장 점유율



자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림10. 아토피 치료제 작용 기전별 분류



자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

2. Dupixent 이후 바뀌고 있는 아토피 치료제 시장

최초의 인터루킨 저해제
기반 아토피 치료제
Dupixent

가장 최근 FDA 허가를 받은 아토피 치료제는 2017년 3월에 허가를 받은 사노피의 Dupixent(dupilumab, 항체주사제형)이다. Dupixent는 기존에 천식 치료제로서 개발 중이었으나, 적응증을 아토피 피부염으로 확대하여 개발하게된 케이스이다. Dupilumab은 인터루킨-4 수용체(IL-4 receptor)의 α 서브유닛(IL-4-Rα)를 타겟하는 단일클론 항체의약품으로 IL-4 수용체를 억제하여 IL-4, IL-13의 신호전달을 억제하는 기전을 가지고 있다. IL-4와 IL-13가 억제됨으로서 면역과민반응의 원인이 되는 제 2형보조 T세포(Th2)와 면역글로블린 E(IgE)의 반응 또한 억제되는 방식이다.

Dupixent 임상 3상
주 1회 기준 37.2%

Dupixent의 임상 3상(LIBERTY AD SOLO1) 결과에 따르면, Dupilumab 300mg을 16주간 투여받은 환자 중 IGA Score가 0~1이며, 기준점이 2포인트 이상 감소한 환자 비중이 37.2%(주 1회), 37.9%(주 2회)로 관찰되었으며, 습진중증도가 75% 이상 감소한 환자비율(EASI-75)은 52.5%(주 1회), 51.3%(주 2회)로 확인되었다. Dupixent의 부작용으로는 결막염 및 각막염 발생빈도 증가, 과민 반응 등이 관찰되었다. 또한 최근 Dupixent는 소아청소년에 대한 사용허가를 취득하였다.

Dupixent는 현재 높은 치료효과를 기반으로 중증환자 대상 아토피 치료의 새로운 골든 스탠더드로 자리잡고 있다. Dupixent의 등장으로 높은 신장독성 부작용 등을 가진 Cyclosporine와 같은 면역억제제, 다수의 부작용을 지닌 스테로이드의 사용빈도가 낮아지고 있다.

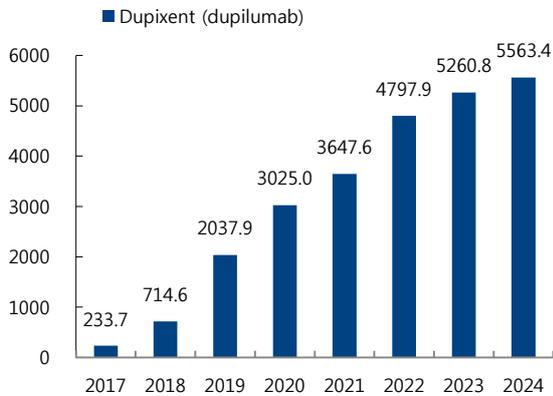
여전히
경증 아토피시장에는
Unmet Needs 존재

Dupixent가 많은 문제들을 해결해나고 있지만, 아토피 치료제 시장에는 여전히 많은 Unmet Needs들이 산재해 있다. Dupixent가 기대 이상의 가려움증 완화효과를 보여주고 있지만, 여전히 많은 환자들이 Dupixent 투여에도 가려움증을 겪고 있다. 또한 중증도 미만의 경증환자에게는 스테로이드를 대신할 효과적이고 부작용이 없는 국소 치료제가 없다는 것은 중요한 Unmet Needs 중 하나이다.

중요한 것은
가격경쟁력

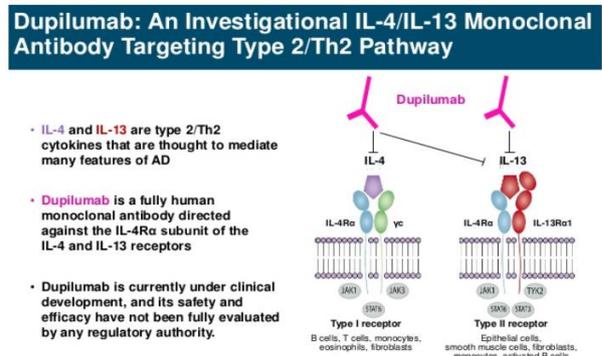
2016년에 Pfizer의 Eucrisa(PDE4 저해제, 외용연고제)가 경증환자를 대상으로 출시되었지만, 사용부위 통증 및 높은 약가로 시장의 외면을 받고 있다. 아토피 치료의 1선요법이 TCS나 TCI와 같은 저렴하고 일반화된 국소치료제에 의하여 지배된다는 점은 경증환자를 대상으로하는 신약은 가격측면에서 높은 수준의 진입장벽이 있다는 점을 알 수 있다.

그림11. Dupixent 매출액 규모 및 전망



자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림12. Dupixent 기전



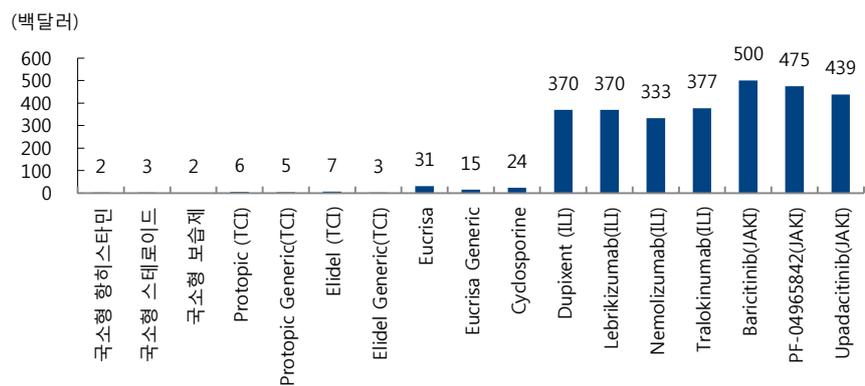
자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림13. 2017년 기준 대표 아토피 치료제

치료 유형	제품명	회사명	US	출시연도	Japan
Topical calcineurin inhibitor	Protopic (tacrolimus)	LEO Pharma	2001	2002	1999
Topical calcineurin inhibitor	Generic tacrolimus	Various	2014	2017	2012
Topical calcineurin inhibitor	Elidel (pimecrolimus)	Bausch Health	2001	2002-2011	n/a
PDE-4 inhibitor	Eucrisa (crisaborole)	Pfizer	2016	n/a	n/a
Systemic immunomodulator	Cyclosporine	Various	1983-1995	1983-2014	2000
IL inhibitor	Dupilumab	Regeneron/Sanofi	2017	2017-2018	2018

자료: GlobalData, 하이투자증권 리서치센터 전망

그림14. 주요 아토피 치료제 연간 치료비용



자료: 큐리언트, 하이투자증권 리서치센터

3. Q301 의 시장성

Abbott 의 Zyflo 를 재창출신약으로 개발

Q301 은 Abbott 가 개발한 Zyflo 라는 천식치료제(1996 년 FDA 허가, 물질특허 만료)에 아토피 치료제로서의 새로운 용도특허를 출원하고 연고제로 제형변경을 한 케이스이다. Zyflo 의 API 인 zileuton 은 5-lipoxygenase 효소 저해제로서 염증의 원인이 되는 물질인 류코트리엔(leukotriene)의 생성을 억제하는 기전이다.

낮은 생산 단가와 가려움증 개선 가능성

Q301 의 가장 큰 장점은 낮은 생산 단가와 가려움증 개선 가능성이이다이다. 기존에 사용되어 왔던 API 를 사용하여 만드는 의약품이기 때문에 스테로이드와 비슷한 수준의 단가로 생산이 가능하여 경증~중증도 시장에서 높은 가격경쟁력을 확보할 수 있다는 장점이 부각된다. Q301 이 억제하는 류코트리엔의 일부는 피부 가려움증 유발과 관련이 있다고 알려져 있어, Q301 의 가려움증 개선에 대한 가능성 또한 존재한다.

현재 미국 2b 상 진행중

Q301 은 가치 재창출 신약(repurposed drug)로 FDA 로부터 임상 1 상 절차를 생략 받았다. 중증도~중증 환자(IGA3~4)를 대상으로 미국 임상 2a 상을 성공적으로 완료하였으며, 현재 경증~중증도 환자(IGA <3)를 대상으로 임상 2b 상 단계를 진행 중에 있다.

중증환자 대상 2a 상 결과 완치율 29.6%

임상 2a 상(n=52) 결과에 따르면, 8 주간 하루 8 회 Q301 크림을 바른 환자 중 아토피 피부염이 거의 또는 완전 제거된 (IGA Score 0~1) 환자의 비율이 29.6%로 위약군 대비 우수한 개선효과를 확인하였다. 주사제인 Dupixent 가 37%인 점을 감안 시, 높은 수준의 치료효과라고 판단된다.

미국 2b 상 연내 종료예정

임상 2b 상은 상업화 타겟군인 경증~중증도 환자를 대상으로하는 임상으로 총 240 명을 대상으로 8 주간 하루 2 회 Q301 크림(1.0% or 1.4%)을 바르는 형식으로 진행된다. 평가방법은 IGA Score 가 primary endpoint, EASI 가 Secondary 로 포함된다. 회사에 따르면, 2018 년 12 월 12 일 첫 투약 개시 후 현재 약 40%의 환자 모집이 완료된 상태이며, 2019 년 하반기에 임상이 종료될 예정이다. Clinical trials 에는 2019 년 12 월에 종료될 것으로 기입되어있다.

2b 상 완료 후 기술수출 추진 기대

큐리언트라는 회사의 특징상, 이번 임상 2b 상 후 추가적인 임상 진행 없이 L/O 을 하는 것을 목표로 하고 있다. 과거 임상 2a 상 완료 후 L/O 추진 예정이었으나, 무산되어 주가가 장기간 하락세를 보이다 최근 반등하고 있다.

보수적으로 봐도 Q301 의 신약가치는 2,000 억원 내외

Q301 이라는 약물의 상업화 타겟층이 경증~중증도 환자라는 것을 감안 시 2b 상을 완료 후, 재차 L/O 을 추진하더라도 파이프라인의 가치가 절하되거나 하지 않는 점에 주목할 필요가 있다. 당사에서 계산한 Q301 의 신약가치는 보수적 가정에도 불구하고 약 2,000 억원으로 추정되며, 관련 가정 및 DCF 밸류에이션은 하단의 표를 참고하면된다.

그림15. Q301 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data 아토피 시장규모 전망치 적용
최대 시장점유율	출시 후 5년차 최대 시장점유율 10% 달성 가정
개발 일정	2019년 임상 2b상 종료, 2020년 기술이전, 2024년 출시 가정
기술수출계약 가정	계약 총액 4억달러 가정(계약금 1억달러, 마일스톤 3억달러) 개발/판매마일스톤 배분비율 (50:50 가정) 판매 로열티 10% 가정
할인률 가정(WACC)	WACC 9% 가정 무위험 이자율 2.0% (10년물 국고채권 기준) Equity Risk Premium 6.8% (52주 평균 beta 1.470, 시장위험프리미엄 4.7% 적용(wisefn 제공))
영구성장률	-10% 가정
임상 성공확률	비 항암제 임상 2상 성공률 15.3% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림16. Q301 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	'26F	...	'35F
아토피 치료제 시장규모(백만달러)	8,398	9,906	11,028	12,651	13,783	14,904	16,004	17,321		27,014
y-y(%)	19.5%	18.0%	11.3%	14.7%	8.9%	8.1%	7.4%	8.2%		5%
Q301 예상 시장점유율(최대 10% 가정)						2%	4%	6%		10%
Q301 예상매출액(백만달러)						298.07	640.15	1,039.25		
개발일정	2b상 종료	기술수출	3상개시	3상종료	허가	출시				
마일스톤 (총 300.0)		100	100		50					
로열티 (10% 가정)						29.8	64.0	103.9		270.1
FCF (세율 10% 가정)	0.0	90.0	90.0	0.0	45.0	26.8	57.6	93.5		243.1
A. NPV (WACC 9.0% 가정)	915.7									
B. NPV of Terminal value (-10% 영구성장)	300.4				WACC	9%				
합산가치(A+B)	1,216.1									
Risk-adjusted NPV(성공률 15%가정)	186.1									
환산 가치(십억원, 환율 1,150 원/달러)	204.7									
Share	8,536.7									
주당 가치(원)	23,975									

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

II. 다재내성 결핵 치료제 Q203

1. 다재내성 결핵 개요

전체 결핵 치료제 시장은 약 7억 달러 규모

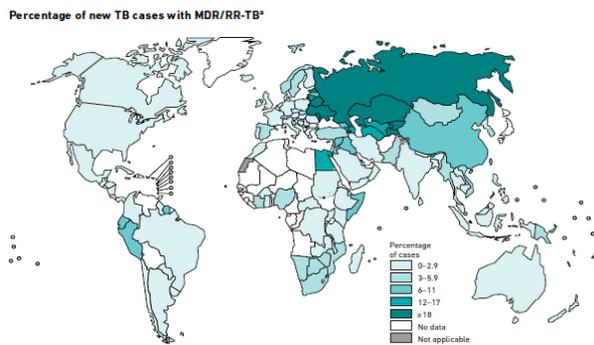
WHO 에 따르면 2016 년 전세계 결핵발병 환자수는 1,040 만명으로 이 중 170 만명이 결핵으로 사망하였다, 또한 rifampicin 내성 신규환자 수는 600 만명, 이 중 다재내성 환자가 49 만명으로 집계되었다. 다재내성 결핵균 환자의 치사률은 30~50%에 달한다. 2016 년의 경우 49 만명의 다재내성 결핵 신규환자가 발생하였으며, 24 만명이 사망한 것으로 집계되었다. 주로 개발도상국에서 발생, 러시아, 중국, 인도 3 개국가 기준 약 7억달러 규모의 시장을 형성하고 있다.

WHO(세계보건기구)의 일반결핵에 대한 표준 치료법은 4 제 병용(isoniazid, rifampicin, pyrazinamide, ethambutol)을 1 차 치료제로 사용하고 있으며, 1 차 치료제 2 개월 복용 후, isoniazid, rifampicin 을 추가로 4 개월 복용하는 것을 권장하고 있다. 1 차 치료제 중 2 제 이상의 약에 대하여 내성이 생길 경우 다재내성(MDR-TB, multidrug- and rifampicin-resistant tuberculosis)로 분류하며, 다수의 2 차치료제가 처방되고 치료기간 또한 24 개월로 연장된다. WHO 는 2 차약제를 A 군 (우선선택약물), B 군(A 군으로 약제구성불가 시 추가), C 군(A,B 군 사용불가 시 추가)로 분류한다.

Unmet Needs
장기복용과 내성결핵

현재 시판되는 여러가지 약이 있으나, 장기간 복용이라는 단점과 부작용이 없으면서 내성결핵에 효과적인 치료제가 없다는 점은 결핵치료제 시장의 가장 큰 Unmet Needs 로 남아있는 상태이다.

그림17. 글로벌 다재내성 결핵 분포도



자료: WHO Global tuberculosis report 2018, 하이투자증권 리서치센터

그림18. 결핵치료제 처방 가이드라인

A군 (우선 선택)	레보플록사신 목사플록사신 베다퀼린 리네졸리드
B군 (A군 약제 사용이 어려울 때 추가)	클로파지민 사이클로세린/테리자돈
C군 (A, B군 약제 사용이 어려울 때 추가)	에타부톨 델라마니드 피라진아미드 이메페넴-실라스타틴 아미카신 스트렙토마이신 에티오나미드/프로치온아미드 파스

자료: 보도자료, 하이투자증권 리서치센터

2. Q203 의 핵심가치는 PRV

Cytochrome bc1 복합체를 억제 결핵균의 호흡을 저해하는 기전

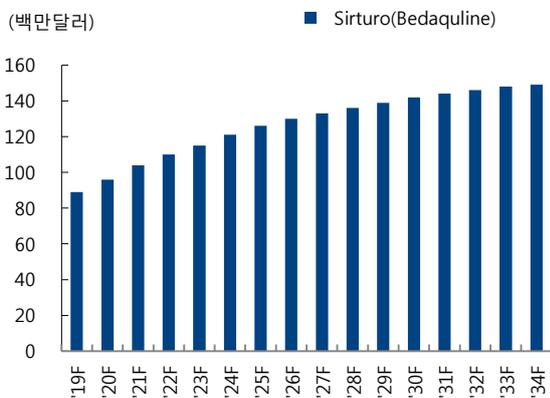
Q203 은 한국파스퇴르 연구소에서 L/I 한 파이프라인으로 약제내성(다제내성, 광범위, 완전내성) 결핵치료제로 개발 중에 있다. Q203 은 결핵균의 에너지 대사 과정 중 cytochrome bc1(세포호흡을 담당하는 단백질)복합체를 억제하는 기전(first-in-class)을 가지고 있으며, 1 일 1 회 제형으로 개발 중에 있다. 현재 미국 FDA 로부터 희귀의약품(orphan drug) 및 패스트트랙(fast-track)에 지정된 상태이며, 미국 2a 상을 진행 중(연내 종료예정)에 있다.

Q203 의 임상 1 상(건강 성인 47 명) 결과에 따르면, 모든 dose level 에서 부작용이 발견되지 않았으며, 동물실험에서 다제내성결핵 신약인(Bedaquiline, A 군)과의 병용투여시 개선효과 및 현재까지 치료제가 없는 완전 내성 결핵 치료제로서의 가능성이 확인 되었다.

가장 최근에 개발된 다제내성 결핵 신약인 Sirturo(bedaquiline), Deltyba (delamanid) 등의 매출액 전망치를 보면, 시장자체의 규모가 크지않아 높은 수준의 가치를 주기는 쉽지 않다. Q203 의 매출액 수준을 위 언급된 2 개 신약의 평균 매출액 수준으로 가정하면, 당사에서 계산한 Q203 의 신약가치는 1,112 억원으로 추정되며, 비공개인 한국파스퇴르 연구소와의 배분비율까지 감안하면 더 낮아진다.

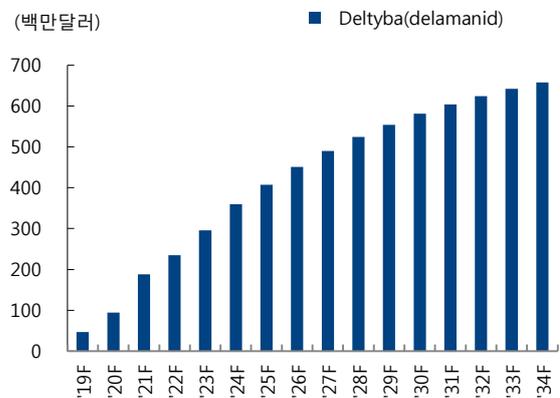
그럼에도 Q203 에 주목해야되는 가장 큰 이유는 미국 FDA 의 신약허가 우선심사권(PRV, Priority Review Voucher)의 획득이 가능하기 때문이다. 2007 년에 도입된 PRV 제도는 FDA 가 지정한 희귀/난치성 질환 치료제 개발 시, 개발사의 타 의약품의 허가기간을 6 개월로 단축시켜 주는 PRV 를 제공하는 제도이다. 획득한 PRV 는 다른 회사로 판매가 가능하며, 최근 판매된 PRV 의 평균 가치는 1,800 억원 수준이다.

그림19. Sirturo 매출액 추이 및 전망



자료: GlobaData, 하이투자증권 리서치센터

그림20. Deltyba 매출액 추이 및 전망



자료: GlobaData, 하이투자증권 리서치센터

그림21. PRV 획득 및 사용 현황

연도	적응증	신약명	개발사	획득 후 사용여부
2009	말라리아	Coartem(artemether/lumefantrine)	Novartis	자체적으로사용
2012	결핵	Sirturo(bedaquiline)	Janssen(Johnson & Johnson)	자체적으로사용
2014	모르쿠오 A 증후군	Vimizim(elosulfasealfa)	BioMarin	약 700 억(\$67.5M USD)에판매
2014	레슈마니아시스	Impavido(miltefosine)	Knight	약 1,400 억(\$125M USD)에판매
2015	희귀담즙생성질환	Cholbam	Asklepion	약 2,700 억(\$245M USD)에판매
2015	고위험뇌암	Unituxin(dinutuximab)	United Therapeutics	약 3,800 억(\$350M USD)에판매
2015	유전적으로산뇨증	Xuriden	Wellstat	*
2015	저인산증	Strensiq(asfotasealfa)	Alexion	*
2015	리포좀산리파제결핍증	Kanuma(sebelipasealfa)	Alexion	*
2016	콜레라	Vaxchora	PaxVax	*
2016	듀켄싸근이영양증	Exondys51 (eteplirsen)	Sarepta	약 1,400 억(\$125M USD)에판매
2016	척수성근위축	Spinraza(nusinersen)	Biogen	*
2017	듀켄싸근이영양증	Emflaza(deflazacort)	Marathon	*
2017	바텐병	Brineura(certliponasealfa)	BioMarin	약 1,400 억(\$125M USD)에판매
2017	사가스	Benznidaxole	Chemo Research	미사용
2017	B 세포급성림프구성백혈병	Tisagenlecleucel	Noavrtis	미사용
2017	IV 형점액다당류증	Mepsevii	Ultragenyx	약 1,400 억(\$130M USD)에판매
2017	BiallelicRPE65 변이망막이영양증	Luxtruna	Spark	약 1,200 억(\$110M USD)에판매
2018	X-linked 저인산혈증	Crysvita	Ultragenyx	미사용

자료: 큐리언트, 하이투자증권 리서치센터 전망

그림22. Q203 벨류에이션 가정

벨류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data 의 Bedaquiline, delamanid 매출액 전망치 합산
최대 시장점유율	투여요법(Regimen)형식으로 처방되는 것 감안 50% 가정
개발 일정	2019년 임상 2a 상 종료, 2021년 2b 상 종료 및 허가 가정
Licensing fee 가정	계약 총액 2 억달러 가정(계약금 5 천만달러, 마일스톤 1.5 억달러) 개발, 판매마일스톤 배분비율 (1:2 가정)
배분비율	파스티르연구소와 배분비율 7:3 으로 가정
할인률 가정(WACC)	WACC 9% 가정 무위험 이자율 2.0%(10년물 국고채권 기준) Equity Risk Premium 6.8% (52주 평균 beta 1.470, 시장위험프리미엄 4.7% 적용(wisefn 제공))
영구성장률	-10% 가정
임상 성공확률	비 항암제 임상 2 성공률 15.3%에서 2상 종료후 허가 감안 30.6% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림23. Q203 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	'26F	...	'35F
다제내성결핵 신약	136.0	190.0	292.0	345.0	411.0	481.0	533.0	581.0		824.4
Sirturo(Bedaquiline)	89.0	96.0	104.0	110.0	115.0	121.0	126.0	130.0		150.0
y-y		7.9%	8.3%	5.8%	4.5%	5.2%	4.1%	3.2%		0.7%
Deltyba(delamanid)	47.0	94.0	188.0	235.0	296.0	360.0	407.0	451.0		674.4
y-y		100.0%	100.0%	25.0%	26.0%	21.6%	13.1%	10.8%		2.5%
Q203 M/S (max=50%)				10%	20%	30%	40%	50%		50%
예상 매출액				34.5	82.2	144.3	213.2	290.5		412.2
개발일정		2a 상 종료	2b 상개시	2b 상종료	출시					
마일스톤 (총 200.0)				50	50			100		
로열티 (10% 가정)	0.0	0.0	0.0	3.5	8.2	14.4	21.3	29.1		41.2
FCF (세율 10% 가정)	0.0	0.0	50.0	53.5	8.2	14.4	21.3	129.1		41.2
A. NPV (WACC 9.0% 가정)	279.4									
B. NPV of Terminal value (-10% 영구성장)	50.9									
합산가치(A+B)	330.4									
Risk-adjusted NPV(성공률 15%가정)	101.1									
배분비율 고려 가치(70% 귀속 가정)	70.8									
환산 가치(십억원, 환율 1,150 원/달러)	77.8									
Share	8,536.7									
주당 가치(원)	9,119									

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

III. 신규 기전의 면역항암제 Q702

**First-in-class
면역항암제 Q702**

Q301, Q203 외에도 현재 비임상 중인 면역항암제 Q702 또한 최근 주목받는 큐리언트의 파이프라인 중에 하나이다. Q702는 인산화효소인 Axl, Mer 과 CSF-1 수용체를 동시에 저해하는 기전을 가진 first-in-class 면역항암제로 저분자화합물 경구제로 개발 중인 물질이다. 현재 비임상 진행 중이며, 하반기 임상 1 상 IND 신청을 목표로 하고 있다. 전임상 결과, 단독투여 및 면역항암제 병용투여에서 모두 효과가 있다는 점을 확인하였으며, 저분자화합물 경구제형으로 개발되기 때문에 약가 경쟁력이 높아 병용으로서의 상업성이 기대된다.

**전임상 단계로
벨류에이션에는 미반영**

비임상 단계이기 때문에 벨류에이션에 반영하기에는 어려우나, 최근 Axl 저해제는 암을 표적함과 동시에 면역항암제로서 작용할 수 있다는 점에서 최근 관심이 높아지고 있다는 점에서 주목할만하다.

Axl 관련 가장 선도 파이프라인은 BerGenBio 의 BGB324 로 현재 5 개 적응증을 대상으로 단독 및 병용 요법 임상을 진행 중에 있다. 단독의 경우 급성골수성백혈병(AML) 및 골수이형증후군(MDS) 2a 상을 마치고 2b 상을 계획 중이며, 그 외 키트루다 병용요법에 대한 PoC(Proof of Concept)결과를 작년말에 발표한바 있다. BerGenBio 는 BGB324 외에도 BGB149 등 다수의 Axl 프로그램을 보유하고 있다. 그 외 유사 기전 파이프라인으로는 Plexxikon 의 Pexidartinib (CSF1R, 임상 1/2 상), ONO pharma 의 ONO7475(임상 1 상, Axl/Mer) 등이 임상을 진행하고 있다.

그림24. 유사기전 파이프라인 개발 현황

파이프라인명	제약사	작용기전	개발 단계	적응증	비고
Q702	큐리언트	Axl, Mer, CSF1R	IND 신청 예정	삼중음성유방암, 비소세포폐암, 급성 골수성 백혈병	First-in-class 단독 투여에도 효과확인
BGB324	BerGenBio	Axl	임상 2상	EGFR TKI 내성 비소세포폐암, 급성 골수성 백혈병	Axl 저해제 First-in-class
Pexidartinib	Plexxikon	CSF1R	임상 1/2상	비소세포폐암, 희귀암	다이이짜산료에 인수
ONO7475	ONO Pharma	Axl, Mer	임상 1상	급성 골수성 백혈병	옵디보 개발사
TP0903	TOLERO Pharma	Multi-kinase	임상 1상	고형암	다이니폰스미토모에 인수
RXDX106	Ignyta	Tyro3, Axl, Mer, cMet	비임상	비고성폐암, 유방암	로슈에 인수
	AbbVie	Mer	연구	항암면역	동아ST에서 도입
INCB81776	Incyte	Axl, Mer	연구	고형암	-

자료: 큐리언트, 하이투자증권 리서치센터 전망

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	15	42	26	111
현금 및 현금성자산	5	42	26	111
단기금융자산	10	-	-	-
매출채권	0	-	-	-
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	0	1	1	1
유형자산	0	0	0	0
무형자산	0	1	0	0
자산총계	16	43	27	112
유동부채	1	4	4	5
매입채무	1	2	2	3
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	0	0	0	0
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	1	4	4	5
자배주주지분	15	39	23	107
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	64	103	103	103
이익잉여금	-55	-70	-87	-3
기타자본항목	2	2	2	2
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	15	39	23	107

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	-	-	-	99
증가율(%)	-	-	-	-
매출원가	-	-	-	-
매출총이익	-	-	-	99
판매비와관리비	13	17	18	19
연구개발비	8	12	13	14
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-13	-17	-18	80
증가율(%)	14.9	31.2	7.6	-544.6
영업이익률(%)	-	-	-	80.6
이자수익	1	1	1	4
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	-12	-15	-17	84
법인세비용	0	0	0	0
세전계속이익률(%)	-	-	-	84.5
당기순이익	-12	-15	-17	84
순이익률(%)	-	-	-	84.6
지배주주귀속 순이익	-12	-15	-17	84
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	-12	-15	-17	84
지배주주귀속총포괄이익	-12	-15	-17	84

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-13	-27	-28	73
당기순이익	-12	-15	-17	84
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-8	10	0	0
유형자산의 처분(취득)	0	0	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	0	-	-
금융상품의 증감	-8	10	-	-
재무활동 현금흐름	2	41	2	2
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	40	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-19	37	-16	85
기초현금및현금성자산	24	5	42	26
기말현금및현금성자산	5	42	26	111

주요투자지표

	2017	2018	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-1,636	-1,639	-1,759	8,662
BPS	1,921	4,058	2,339	11,041
CFPS	-1,625	-1,631	-1,743	8,674
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				3.3
PBR	15.9	7.0	12.2	2.6
PCR	-18.8	-17.4	-16.3	3.3
EV/EBITDA	-	-	-	1.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-62.7	-56.5	-55.0	129.5
EBITDA 이익률				80.7
부채비율	7.9	9.5	19.3	4.9
순부채비율	-102.8	-106.9	-115.1	-104.0
매출채권회전율(x)	-	-	-	-
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 큐리언트, 하이투자증권 리서치센터

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김재익)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	90.9%	9.1%	-