Daishin 증권

2025년 11월 21일 금요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 역시 예상을 뛰어넘은 엔비디아, AI 버블우려 불식

- 빅 이벤트 확인 이후 불확실성 완화
- 엔비디아, 블랙웰 칩 수요가 "차트를 뚫고 나갈 정도"
- 중일갈등 수혜기대 / 두나무 / 아이온2

정해창. haechang.chung@daishin.com

[다음주 시장은?] 월말 단기 유동성 불안 활용법

- 10월 이후 연준 단기 유동성 부담 누적, 11 월말 부담 집중
- 12월 FOMC, 블랙아웃 기간 앞두고 통화정책 컨센서스의 변곡점 형성
- 밸류에이션 매력 높아진 주도주, 변동성을 활용한 비중확대 전략 제안

정해창. haechang.chung@daishin.com

Commodity

미국의 희토류 투자 확대, 당장 공급 과잉은 없다

- 희토류 협정 체결 직전인 미중, 그럼에도 밸류체인 투자 강화하겠다는 베센트
- 중국과학원, 신규 플레이어 진입 지속 시 중국의 영향력↓ 공급 과잉 가능성↑
- 그러나 문제는 투자-생산까지의 긴 리드 타임, 그렇기에 여전히 낙관적일 희토류

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

산업 및 종목 분석

[FY 3Q26 Review] 엔비디아 (NVDA): AI 추론 수요가 견인하는 성장

- 내년 말까지 5,000억 달러의 수주잔고 확보
- AI 추론 수요 증대가 뒷받침할 추가 AI 칩 수요
- 12MF PER 29배로 밸류 부담도 낮음

서영재. youngjae.seo@daishin.com

[Industry Report] 비만은 선택, 생존은 필수 (Feat. K-항암제)

- 항암제는 비만치료재 대비 시장규모 및 수익성 측면에서 압도적
- 2025 AACR Triple 개발 트랜드: 1) 내성 극복 2) RAS, ADC, EGFR 주목
- K-항암제 글로벌 트랜드 부합: 보로노이, 한미약품 Top Picks 제시

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

[Company Report] 보로노이: 이제는 시간의 문제

- 투자의견 매수, 목표주가 30만원으로 상향
- VRN11: 최초의 C797S 표적 항암제 탄생 기대
- VRN10: 경쟁 HER2 TKI 대비 간독성에서 우위

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

[Company Report] 큐리언트: ADC 내성 극복 솔루션

- Topo-1 내성 극복: ADC 시장의 미충족 수요로 부상
- QP101: CDK7 듀얼 페이로드 ADC로 내성 극복 가능
- Q901: CDK7 억제제, 26년 임상 2상 진입 예정

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

[Company Report] 한미약품: 비만 말고 항암제도 있어요

- 비만/MASH 치료제뿐만 아니라 항암제 파이프라인도 보유
- RAS 저해제는 항암제 시장의 블루 오션
- HM101207은 높은 선택성을 보유한 Pan-RAS 저해제

이희영. heeyoung.lee@daishin.com

Strategy

역시 예상을 뛰어넘은 엔비디아, AI 버블우려 불식

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 빅 이벤트 확인 이후 불확실성 완화
- 엔비디아, 블랙웰 칩 수요가 "차트를 뚫고 나갈 정도"
- 중일갈등 수혜기대 / 두나무 / 아이온2

빅 이벤트 확인 이후 불확실성 완화

– 엔비디아 실적발표 이후 위험자산 투자심리 개선, 나스닥 선물지수는 +1.8% 상승. FOMC 의사록도 공개. 연준 내 다수 위원들의 12월 추가 금리인하 신중론 확인

– 셧다운 여파로 10월 고용보고서 발표 취소, 11월 지표도 12월 16일로 연기되며 금리인하 기대 후퇴. 12월 금리인하 확률은 32.8%로 하락, 동결 전망 우세

– 엔비디아 실적발표 전 금리인하 불확실성을 자극하는 악재에도 미국 3대지수는 상승을 유지. 11월 나스닥은 최대 –7%, 엔비디아 –15%, 팔란티어 –20% 등 기술주들의 조정. Fear&Greed Index는 11로 극도의 공포구간에 도달. 불확실성 이벤트의 확인만으로도 불확실성 해소로 반영.

엔비디아, 블랙웰 칩 수요가 "차트를 뚫고 나갈 정도"

– 엔비디아는 실적발표를 통해 AI버블 논란을 일축. 매출과 EPS 모두 예상치를 상회. 가이던스 또한 시장 기대치(616억 달러)를 크게 웃도는 650억 달러를 제시

– 특히, 데이터센터 매출은 전년 대비 66% 급증했으며, 클라우드 GPU는 이미 매진 상태. 젠슨 황 CEO는 블랙웰 칩 수요가 "차트를 뚫고 나갈 정도"라며 강력한 수요를 강조. 반도체&데이터센터 업종을 중심으로 저가매수세 유입되며 코스피 상승을 견인. 글로벌 위험자산 투자심리가 개선되면서 외국인과 기관은 전기전자, 대형주를 중심으로 업종 전반 매수세 유입

– **반도체**: 삼성전자(+4.3%), SK하이닉스(+1.6%), 한미반도체(+2.3%)

– **전력기기/원자력**: 두산에너빌리티(+4.4%), LS ELECTRIC(+6.5%)

중일갈등 수혜기대 / 두나무 / 아이온2

– 중일 외교 갈등이 지속. 여행자제에 이어 수산물/화장품 수입금지 보복조치 검토

여행/항공: 롯데관광개발(+15.0%), 파라다이스(+13.7%), GS피앤엘(+12.8%), 서부T&D(+11.2%) 등

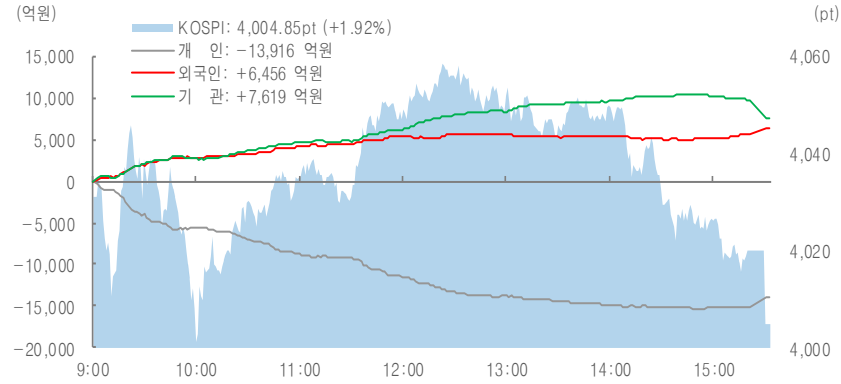
화장품: 에이피알(+5.6%), 아모레퍼시픽(+5.6%), LG생활건강(+3.7%)

– NAVER(+3.4%), 26일 이사회에서 두나무 합병 및 교환비율 협의 예정

– 두나무 지분 보유: 우리기술투자(+11.4%), 한화투자증권(+7.0%) 등

– 엔씨소프트(–2.5%): 아이온2 신작 공개 이후 실망감에 2거래일 연속 하락

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Strategy

월말 단기 유동성 불안 활용법

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 10월 이후 연준 단기 유동성 부담 누적, 11 월말 부담 집중
- 12월 FOMC, 블랙아웃 기간 앞두고 통화정책 컨센서스의 변곡점 형성
- 밸류에이션 매력 높아진 주도주, 변동성을 활용한 비중확대 전략 제안

증시 조정의 근간은 단기 유동성 부담. 11월 말 정점 통과 예상

12월 금리인하 기대 후퇴, AI 버블 논란 등이 확대되면서 증시 하방 압력 지속. 단기 유동성이 얇아지면서 나타나는 스트레스 상황이 조정의 근간인 것으로 판단. 최근 레포/SOFR 금리 상승 등 초단기 자금시장의 불안 누적, 10월 말 부터 미국 빅테크들이 대규모의 채권을 발행하며 금융시장 유동성 흡수. 11월말 결제 수요 집중으로 단기 유동성 부담이 정점 통과 전망. QT 종료도 12월 1일로 예정

12월 FOMC를 앞두고 통화정책 컨센서스의 증시 영향력 증가. 경제지표가 누락/지연되면서 27일 연준 베이지북 중요도 상승. FedWatch에서 12월 동결 가능성이 우세해지면서 통화정책 불확실성 선반영. 금리동결/인하 시나리오가 기정사실화될 때 통화정책 불안의 정점 통과 예상. 11월 29일 FOMC 블랙아웃 기간을 앞두고 연준위원 발언에서 통화정책 컨센서스의 변곡점 형성

체크포인트, 한국은행 금통위, 미국 연휴와 소비시즌 들입

27일은 한국은행 금융통화위원회 예정. 최근 이창용 한국은행 총재가 외신 인터뷰를 통해 매파적 금리 전망을 시사하면서 통화정책에 대한 기대감 급락. 금통위 회의에서 한국 부동산 시장과 성장율 전망 등 향후 통화정책에 대해 내비치는 메시지가 더욱 중요. 한국은행 총재는 최근 한국의 잠재성장율 상승 전망을 시사하면서도 완화 기조 자체가 종료된 것은 아니라고 강조. 한국은행의 성장 기반 매파적 기조가 원화 안정으로 이어진다면, 외국인 수급도 증시에 긍정적으로 작용할 수 있음

미국은 11월 27일 추수감사절에 이어 블랙프라이데이, 사이버먼데이 등 쇼핑시즌에 진입. 전미소매협회는 올해 연말 소비시즌 매출이 전년대비 3.7~4.2% 성장할 것으로 전망. 다만 최근 같은 기관의 서베이에서 소비자들의 지출계획은 전년대비 -1.3% 감소. 최근 홈디포, 타겟 등 소비재 기업들이 실적부진과 함께 미국 소비자들의 수요 둔화를 지적한 바 있음. 셧다운의 잔존 여파 또한 부담. 연말 소비심리와 산타랠리 기대는 하방을 지지해줄 수 있지만, 상승 동력이 되기에는 역부족

밸류에이션 매력 높아진 주도주, 변동성을 활용한 비중확대 전략 제안

현재 코스피 선행 P/E는 10.53배로 12배에 근접했던 고점에서 하락. 1년 평균의 +1표준편차 이내로 진입. 그럼에도 KOSPI 선행 EPS는 380pt로 11월 동안 8.3% 증가하면서 실적 펀더멘털은 더욱 견조해짐. 증시 조정 국면에서 26년까지 글로벌 유동성의 중장기적 사이클은 유효하다는 점에 집중. 단기 조정은 유동성의 속도조절 과정에서 나타나는 과열해소 국면으로 판단. 이익 기여도가 높은 주도주 중 밸류에이션 매력이 높아진 업종 다수. 반도체, 방산, 지주, 디스플레이, 소프트웨어, 유틸리티, 철강, 호텔/레저, 소매/유통, 자동차 업종 등이 펀더멘털 대비 저평가되거나 주가 매력도 상승. 변동성을 활용한 비중확대 전략 제안

Commodity

미국의 희토류 투자 확대, 당장 공급 과잉은 없다

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 희토류 협정 체결 직전인 미중, 그럼에도 밸류체인 투자 강화하겠단 미국
- 중국, 계속된 신규 플레이어 진입으로 중국 영향력↓ 공급 과잉 가능성↑
- 그러나 문제는 투자-생산까지의 긴 리드 타임, 여전히 낙관적일 희토류

희토류 협정 체결 직전인 미중, 그럼에도 밸류체인 투자 강화하겠단 베센트

11월 16일, 베센트 미 재무장관은 현재 중국 측과 희토류 광물 협상이 진행 중이며 추수감사절(11/27) 이전에는 최종 합의에 도달할 것이라 밝혔다. 앞서 미중 정상은 미국의 중국산 제품에 대한 추가 관세(+100%)를 철회하는 조건으로 중국이 희토류 수출 통제 조치를 유예하는 데 합의한 바 있다. 원자재 시장에서 가장 이슈가 됐던 희토류 문제가 일단락되는 순간이다.

그러나 이는 한시적 조치일 뿐 갈등은 언제든 재발할 소지가 있다. 베센트 재무장관은 미중 광물 협정이 체결되더라도 동맹국과 희토류 공급망을 재구축 계획을 예정대로 추진할 것이라 밝혔다. 실제로 트럼프 행정부는 미국 내 희토류 채굴-정·제련-가공 밸류체인을 구축할 목적으로 MP머티리얼즈에 4억달러 투자한데 이어 11월에는 희토류 자석 생산 스타트업에 14억달러를 투자하기로 결정했다. 이뿐만 아니다. 사우디 광산 기업 마덴과 정·제련-가공 시설을 건설하기로 합의했으며 호주의 채굴-정·제련 사업에 30억달러를 투자하기로 결정했다. 일본과 해외 채굴-가공 사업에 공동 투자하기로 합의했으며, 태국, 말레이시아와는 신규 매장지에 대한 우선 투자-채굴-구매 권리를 갖는 MOU를 체결했다. 탈중국 행보가 가속화되는 것이다.

중국, 계속된 신규 플레이어 진입으로 중국의 영향력↓ 공급 과잉 가능성↑

위 조치는 미래 공급 과잉을 유발할 요인이다. 중국 정부 산하의 중국과학원(CAS)은 2024년 국유화 조치로 중국 내 희토류 광산 투자가 정체된 상황에서 신규 공급자가 계속 진입한다면 2035년 시장 점유율이 기존 62%에서 28%로 추락할 것이라 경고했다. 과거 사례에서 후과를 찾을 수 있다. 2010년 9월 중국 정부는 일본과 센카쿠 열도 분쟁을 이유로 희토류 수출을 잠정 중단한 바 있다. 일본 정부는 이를 계기로 호주의 희토류 생산 기업 Lynas에 2.3억달러 대출을 제공했으며 2023년에는 2억달러를 추가로 투자했다. 그 결과 생산된 중희토 중 65%를 조달 받게 됐다. 2011년 전세계 희토류 공급의 92%를 차지했던 중국이 60%대로 추락하게 된 시발점이다. 그리고 이번을 계기로 밸류체인 투자가 재강화된다면 미래 공급 과잉은 불가피하다.

그러나 문제는 투자-생산까지의 긴 리드 타임, 여전히 낙관적일 희토류

다만, 이것이 당장의 공급 과잉을 의미하는 것은 아니다. Rainbow Rare Earths의 조지 베넷 CEO는 아프리카 광업 투자 포럼에서 희토류 탐사/개발부터 생산까지는 15~20년(광산 개발 인허가: 3~5년 / 광산 인프라 구축: 2~4년 / 가공 시설: 5~8년) 가량 소요된다며 당장 공급 과잉은 제한적이라 강조했다. 일본 역시 투자 성과를 도출하기까지 7~8년 소요됐다. 오늘날 투자는 미래 공급 과잉을 유발하지만 지금을 의미하지 않는다. 중국의 미국향 수출은 재개됐지만 어디까지나 12개월 유예일 뿐이며 내년 정치 이벤트 종료 이후 재충돌할 수 있다. 투자-생산까지의 리드 타임과 미중 체제 경쟁이 영원하다는 점에서 희토류에 대한 낙관적 시각을 유지한다.

Results Comment

Nvidia (NVDA)

AI 추론 수요가 견인하는 성장

서영재

youngjae.seo@daishin.com

투자의견 (팩트셋 평균)	BUY *(1.2)
목표주가($) (팩트셋 평균)	237.9
현재주가($) (25.11.19)	186.5

IT

- 내년 말까지 5,000억 달러의 수주잔고 확보
- AI 추론 수요 증대가 뒷받침할 추가 AI 칩 수요
- 12MF PER 29배로 밸류 부담도 낮음

FY 3Q26 Review: 내년 말까지 5,000억 달러의 수주잔고 확보

FY 3Q26 매출액 570억 달러(+62.5% YoY, +22.0% QoQ)로 컨센서스 +3.8% 상회. 영업이익(GAAP) 360억 달러(+64.7% YoY, +26.6% QoQ)로 +3.8% 상회. EPS (GAAP) 1.30달러(+66.7% YoY, +20.4% QoQ)로 +8.1% 상회

2025년 초부터 2026년 말까지 누적 기준으로 5,000억 달러 규모의 블랙웰 & 루빈 수주잔고 확보. 지금까지 1,500억 달러 가량이 출하된 점을 고려하면 3,500억 달러의 수주잔고가 남아 있음. 클라우드 기업들의 CapEx 전망치 상향, 소버린 수요 증가를 고려하면 수주잔고는 추가 상향될 전망. 사우디아라비아와 3년간 40~60만 개의 GPU를 공급하는 계약을 발표한 점이 이를 뒷받침

GB300 판매는 전체 블랙웰 매출의 3분의 2를 차지. Hopper 플랫폼 매출은 20억 달러 수준으로 줄어듦. 중국향 H20 제품의 경우 5,000만 달러 수준을 기록. 루빈 플랫폼은 2026년 하반기 양산을 시작할 예정. 젠슨 황 CEO는 루빈 수요에 대응하기 위해 TSMC 3nm 공정 생산량을 50% 늘려달라고 요청한 바 있음

AI 수요가 증가로 부품 가격이 상승하고 있으나 엔비디아는 장기 계약 등에 기반해 매출총이익률을 70% 중반대 수준에서 유지할 수 있을 것이라 밝힘

한편, 젠슨 황 CEO는 AI가 버블 우려를 낮추기 위해서 노력. 6년 전 출시한 A100의 경우에도 CUDA 시스템에 기반해 여전히 효율적으로 구동할 수 있다고 밝힘. 최근 불거진 감가상각연수 확장에 대한 불안감을 낮추는 코멘트

AI 추론 수요 증대가 뒷받침하는 칩 판매. 12MF PER 29배로 부담도 낮음

FY 4Q26 가이던스는 중간값 기준 매출액 650억 달러(+65.3% YoY, +14.0% QoQ)로 +4.5% 상회, 매출총이익 486억 달러(+69.3% YoY, +16.2% QoQ)로 +5.6% 상회. 매출 가이던스에 중국 매출은 반영되지 않음. H20 칩으로는 경쟁우위 확보하기 어려운 상황으로 추정. B30A 판매 시점에 따라 매출 결정될 것

AI 추론 수요가 가파르게 늘고 있는 점을 고려하면 AI 칩 수요는 양호할 전망. 1) CPU → GPU 가속 컴퓨팅, 2) AI 모델 성능 향상, 3) Agentic AI 애플리케이션 전환은 여전히 초기 단계. 향후, 자율주행, 로보틱스, 디지털 트윈, 바이오 신약 개발, 제조/공장 자동화 등에서도 수요가 가파르게 늘어날 전망

한편, 12MF PER 29배로 밴드 하단 수준으로 밸류 부담 적은 구간으로 판단

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1=Strong Buy, 1.5=Buy, 2=Hold, 2.5=Sell, 3.0=Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

FY 3Q26 실적 지표 (GAAP 기준) (단위: 십억달러, 달러, %)

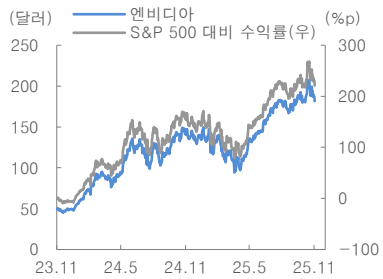
구분	FY 3Q25	FY 2Q26	FY 3Q26					FY 4Q26
			발표치	컨센	서프	YoY	QoQ	컨센
매출액	35.1	46.7	57.0	54.9	3.8	62.5	22.0	62.2
영업이익	21.9	28.4	36.0	34.7	3.8	64.7	26.6	40.4
순이익	19.3	26.4	31.9	29.5	8.2	65.3	20.8	33.9
EPS	0.78	1.08	1.30	1.20	8.1	66.7	20.4	1.39

자료: Factset, 대신증권 Research Center

NVIDIA

기업명	Nvidia Corp
한글명	엔비디아
홈페이지	https://www.nvidia.com
결산월	1월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	4,532.4
시가총액(조원)	6,641.6
발행주식수(백만주)	24,300.0
52주최고가/최저가	212.2 / 86.6
주요주주	The Vanguard, 8.2%

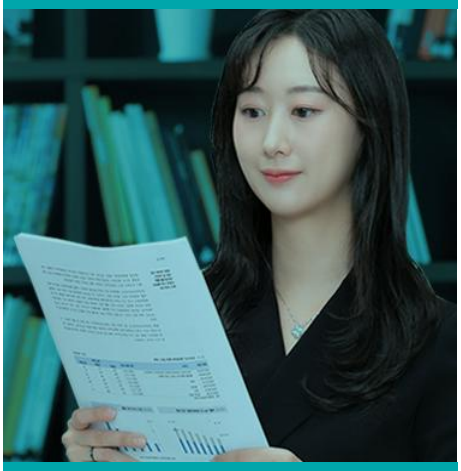
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.8	6.2	37.6	26.9
상대수익률	2.1	2.6	26.2	14.6



Industry Report

제약업

비만은 선택, 생존은 필수 (Feat. K-항암제)



이희영 heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

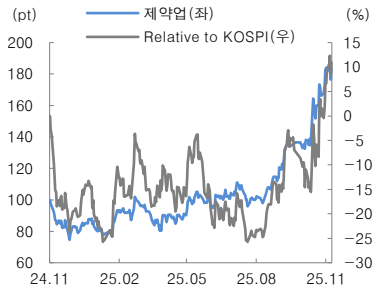
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
보로노이	Buy	300,000원
한미약품	Buy	500,000원
큐리언트	N/R	N/R

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.7	76.2	78.7	96.7
상대수익률	21.9	41.3	18.4	23.7



- 항암제는 비만치료재 대비 시장규모 및 수익성 측면에서 압도적
- 2025 AACR Triple 개발 트랜드: 1) 내성 극복 2) RAS, ADC, EGFR 주목
- K-항암제 글로벌 트랜드 부합: 보로노이, 한미약품 Top Picks 제시

항암제: 비만보다 큰 시장, 흔들리지 않는 빅파마의 핵심 투자처

최근 비만치료제가 글로벌 바이오 시장의 단기 모멘텀을 주도하고 있지만, 빅파마의 본질적 투자축은 여전히 항암제임. **항암제는 1) 높은 지불의향과 2) 적응증 확장성으로 수익 구조가 견고하며, 고가 항암제(연간 약가>$200k) 비중이 20년 사이 44%로 확대되는 등 강력한 가격 결정력을 가짐**. 반면 비만은 만성질환 특성상 가격 하락 압력이 불가피해, 중장기적으로 항암제가 빅파마 투자의 핵심 분야로 유지될 가능성이 높음

글로벌 항암 트랜드: 내성 극복과 RAS, ADC, EGFR 개발

최근 개최된 2025 AACR Triple에서 **표적항암제 개발 트랜드는 1) 내성 극복과 2) 병용 전략이었으며, 세부적으로는 RAS, ADC, EGFR 개발이 가장 돋보였음.** RAS는 기존 약물이 일부 변이에만 작용해 시장 규모는 약 7,300억원에 불과. 추후 Pan-RAS 저해제가 상업화에 성공할 시, EGFR(약 22조원 규모)을 뛰어넘을 잠재력이 있는 시장으로 평가됨. ADC와 EGFR 분야에서도 각각 Topo-1 내성 극복과 TKI 기반 병용 조합이 핵심 전략으로 부각되며, 관련 파이프라인이 향후 글로벌 제약사의 러브콜을 받을 가능성이 높을것으로 전망함

글로벌 트랜드 부합, K-항암제 경쟁력 확인

이번 학회에서 국내 기업들은 미충족 수요(내성, 뇌전이, RAS 병용 등)가 높은 분야에서 글로벌 트랜드에 부합하는 데이터를 공개함. **이에 비만과 항암제 모멘텀을 동시에 보유한 한미약품과, 최초의 C797S 표적항암제 출시가 기대되는 보로노이 Top Picks 제시**

보로노이: VRN11은 C797S에 대한 명확한 항암 효과(ORR 75%)를 확인. 현재 치료 옵션이 부재한 C797S 변이 시장에서 최초의 표적항암제가 될 가능성을 재확인하였음. VRN10도 기존 치료제의 한계로 지목되었던 간 독성 없이 HER2 비정형 변이에서 유의미한 종양 감소를 보임. 12월 추가 데이터 확인 가능

한미약품: HM101207은 기존 SOS1 저해제의 독성 문제를 개선한 차세대 후보물질로, 향후 KRAS 저해제와의 병용 파트너로 부각될 가능성이 높음

큐리언트: QP101은 Topo-1 내성 극복을 목표로 한 듀얼 페이로드 기전을 통해 차세대 ADC 병용 전략의 유력 후보로 평가됨

이들 파이프라인은 항암 시장의 미충족 수요를 겨냥하고 있어, 향후 임상 업데이트에 따라 신약 가치가 더욱 부각될 전망

Company Report

보로노이 (310210)

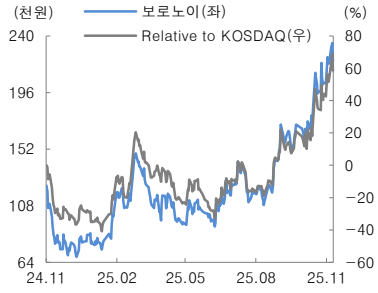
이제는 시간의 문제

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	300,000 상향
현재주가 (25.11.19)	220,500 제약업종

KOSDAQ	871.32
시가총액	4,056십억원
시가총액비중	0.85%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	234,500원 / 68,300원
120일 평균거래대금	192억원
외국인지분율	4.71%
주요주주	김현태 외 5 인 39.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.1	92.1	107.8	138.9
상대수익률	25.4	73.7	70.2	88.1



- 투자의견 매수, 목표주가 30만원으로 상향
- VRN11: 최초의 C797S 표적 항암제 탄생 기대
- VRN10: 경쟁 HER2 TKI 대비 간독성에서 우위

투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 상향

동사는 10월 22~26일 보스턴에서 개최된 2025년 AACR NCI EROTC(이하 AACR Triple) 학회를 통해 주력 파이프라인인 VRN11(EGFR TKI)과 VRN10(HER2 TKI)의 'Best-in-class' 가능성을 확인함.

이에 높아진 임상 성공 확률과 적응증 확장 가능성을 반영하여 총 신약가치를 5.5조원으로 산출하였고, 목표주가를 30만원으로 상향 조정함

VRN11: 최초의 C797S 표적 항암제 탄생 기대

VRN11은 현재 치료제 옵션이 부재한 C797S 변이에서 명확한 항암효과(ORR 75%, n=4)를 보임. 추가로 1) 압도적인 뇌투과율(CFS 농도 200%), 2) 높은 뇌전이 질병통제율(DCR 80%, n=10), 3) 우수한 안전성(400mg까지 G3<부작용 없음) 재확인

이에 연내 C797S 환자 대상 임상 1b/2a상을 개시, 이후 2상 결과를 기반으로 가속 승인 신청 예정. 후속 임상에서 C797S 효과 재현시 가속 승인 가능성은 높을것으로 판단됨. 뿐만 아니라 병용요법을 통한 메인 변이(L858R, Exon19del) 시장 확장도 기대됨

VRN10: 경쟁 HER2 TKI 대비 간독성에서 우위

VRN10은 기존 치료제 불응 변이에서 최대 -29% 종양이 감소하며 내성 극복 가능성 확인. 또한 160mg에서 경쟁 약물(Zongertinib)의 한계인 간독성 징후가 나타나지 않은 점이 고무적임

추가 환자 데이터는 12월 9~12일 샌안토니오 유방암 심포지엄(SABCS)에서 확인 가능할 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	0	3	3	3
영업이익	-31	-36	-46	-46	-47
세전순이익	-36	-33	-44	-44	-45
총당기순이익	-37	-33	-44	-44	-45
지배지분순이익	-37	-33	-44	-44	-45
EPS	-2,307	-1,818	-2,374	-2,397	-2,421
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	5,093	3,703	1,246	-1,145	-3,559
PBR	10.6	21.6	191.9	-208.7	-67.1
ROE	-63.8	-44.1	-97.8	-4788.4	102.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

Company Report

큐리언트 (115180)

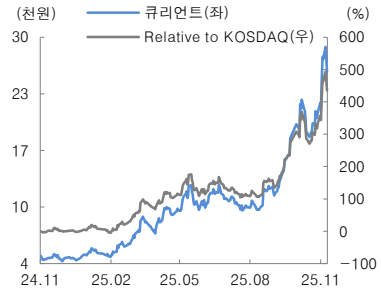
ADC 내성 극복 솔루션

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	N.R
6개월 목표주가	N.R
현재주가 (25.11.19)	26,000
	제약업종

KOSPI	871.32
시가총액	932십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	28,900원 / 4,050원
120일 평균거래대금	36억원
외국인지분율	1.53%
주요주주	동구바이오제약 11.37% 유암코키스톤구조혁신재무안정사모투자합작회사 6.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.0	157.4	118.5	494.3
상대수익률	12.5	132.8	79.0	368.0



- Topo-1 내성 극복: ADC 시장의 미충족 수요로 부상
- QP101: CDK7 듀얼 페이로드 ADC로 내성 극복 가능
- Q901: CDK7 억제제, 26년 임상 2상 진입 예정

Topo-1 내성 극복: ADC 시장의 미충족 수요로 부상

엔허투 성공 이후 Topo-1 페이로드가 ADC 시장의 표준으로 자리 잡았으나, 최근 동일 페이로드(Topo-1) ADC는 타깃(HER2, TROP2 등)이 달라도 내성으로 인해 후속 치료 효과가 급격히 감소하는 한계가 대두됨. 실제 임상에서도 Topo-1 투여 이력이 있는 환자군의 효능 저하가 뚜렷하였고, 기전이 다른 페이로드(Microtubule→Topo-1)로 전환 시 효과가 회복된 사례도 확인됨. 결국 Post-엔허투(Topo-1 내성) 극복은 차세대 ADC의 최대 미충족 수요

QP101: CDK7 듀얼 페이로드 ADC로 내성 극복 가능

QP101은 Topo-1(DNA 손상), CDK7(복구 차단)의 듀얼 기전으로 설계된 HER2 ADC. 전임상 엔허투 내성 모델에서 완전관해(CR)를 유도하며 기존 Topo-1 단독 ADC의 한계를 개선. 또한 페이로드 탑재량을 1/4로 줄여도 기존 대비 동등 이상의 항암효과를 보여 독성과 효능 균형이 우수함. 추후 Post-엔허투 시대의 유력한 차세대 HER2 ADC 후보로 기대됨. 현재 GLP 독성 시험 준비중이며 27년 임상 1상 IND 신청 목표

Q901: CDK7 억제제, 26년 임상 2상 진입 예정

동사는 이중 페이로드 ADC 말고 단독 CDK7 저해제 Q901도 함께 개발중. Q901은 상업화 또는 후기 임상중인 ADC와 병용이 가능한 파이프라인으로, 연내 임상 1상 완료 예정임. 26년에는 다수의 임상 2상 1) 단독 요법, 2) 병용 요법(ADC, 면역항암제, SoC 등) 진입 예정

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	0	5	8	9	9
영업이익	-21	-24	-27	-23	-27
세전순이익	-21	-24	-27	-22	-24
총당기순이익	-21	-24	-27	-22	-24
지배지분순이익	-20	-23	-25	-21	-24
EPS	-2,366	-2,575	-2,719	-1,105	-792
PER	-14.4	-11.8	-3.9	-4.2	-5.5
BPS	4,908	4,276	2,373	1,655	1,683
PBR	6.9	7.1	4.5	2.8	2.6
ROE	-55.4	-42.2	-61.7	-54.4	-45.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 큐리언트, 대신증권 Research Center

Company Report

한미약품 (128940)

비만 말고 항암제도 있어요

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	500,000 유지
현재주가 (25.11.19)	450,000 제약업종

- 비만/MASH 치료제뿐만 아니라 항암제 파이프라인도 보유
- RAS 저해제는 항암제 시장의 블루 오션
- HM101207은 높은 선택성을 보유한 Pan-RAS 저해제

투자의견 매수, 목표주가 500,000원 유지

동사에 대한 시장 관심이 비만/MASH 대사질환에 집중되어 있으나, 과거 포지오티닙(Exon20ins TKI) 기술이전 사례를 통해 항암제 개발 역량도 이미 검증된 바 있음. 이 경험은 시장성이 큰 Pan-RAS 저해제(HM101207)에 대한 기대를 높임. 이에 한미약품은 전성기처럼 대사질환과 항암제 두 가지 성장 동력을 다시 확보할 수 있을 것으로 기대됨

RAS 저해제: 항암제 시장의 블루 오션

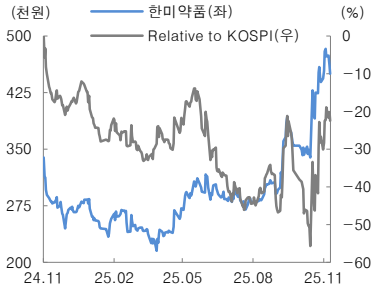
RAS 변이는 전체 암종의 30%를 차지하는 가장 흔한 온코제닉(Driver) 돌연변이임. 현재 상업화된 치료제는 2개뿐이며, 효과와 내약성 한계로 시장 규모는 약 7,300억원 수준에 불과함. 이는 1) 단일 변이(G12C)에 한정, 2) 제한된 효능(ORR ~30%, mPFS 5~6개월), 3) 내약성(병용시 간독성 증가) 이슈에 기인함. 추후 다양한 변이에 적용 가능한 Pan-RAS 저해제 개발시, EGFR 변이(발현율 3%) 치료제 시장 규모(약 22조원) 이상 커질 잠재력이 있는 시장임

HM101207: 차세대 Pan-KRAS 병용 파트너

HM101207(SOS1 저해제)은 높은 선택성으로 기존 1세대 SOS1 저해제의 독성 문제를 해결한 후보물질. 이번 전임상에서 비소세포폐암, 췌장암, 대장암까지 다양한 KRAS 내성 모델에서 강력한 억제 효과와 G12C 저해제 병용 시 뛰어난 시너지 효과 확인. 연내 임상 1상 IND 제출, 2H26 임상 1상 진입 예정. 추후 임상 결과 기반으로 글로벌 pan-RAS의 병용 파트너로 주목받을 가능성이 높음

KOSPI	3929.51
시가총액	5,765십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	483,000원 / 215,000원
120일 평균거래대금	399억원
외국인지분율	10.74%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.39% 국민연금공단 11.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.1	58.5	57.3	58.7
상대수익률	24.1	27.1	4.2	-0.1



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,544	1,659	1,835
영업이익	221	216	236	270	311
세전순이익	194	171	213	259	314
총당기순이익	165	140	174	213	257
지배지분순이익	146	121	152	186	224
EPS	11,415	9,470	11,897	14,510	17,486
PER	30.9	29.6	28.7	23.6	19.6
BPS	74,580	84,685	95,360	108,649	124,915
PBR	4.7	3.3	4.7	4.1	3.6
ROE	16.0	11.9	13.2	14.2	15.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.