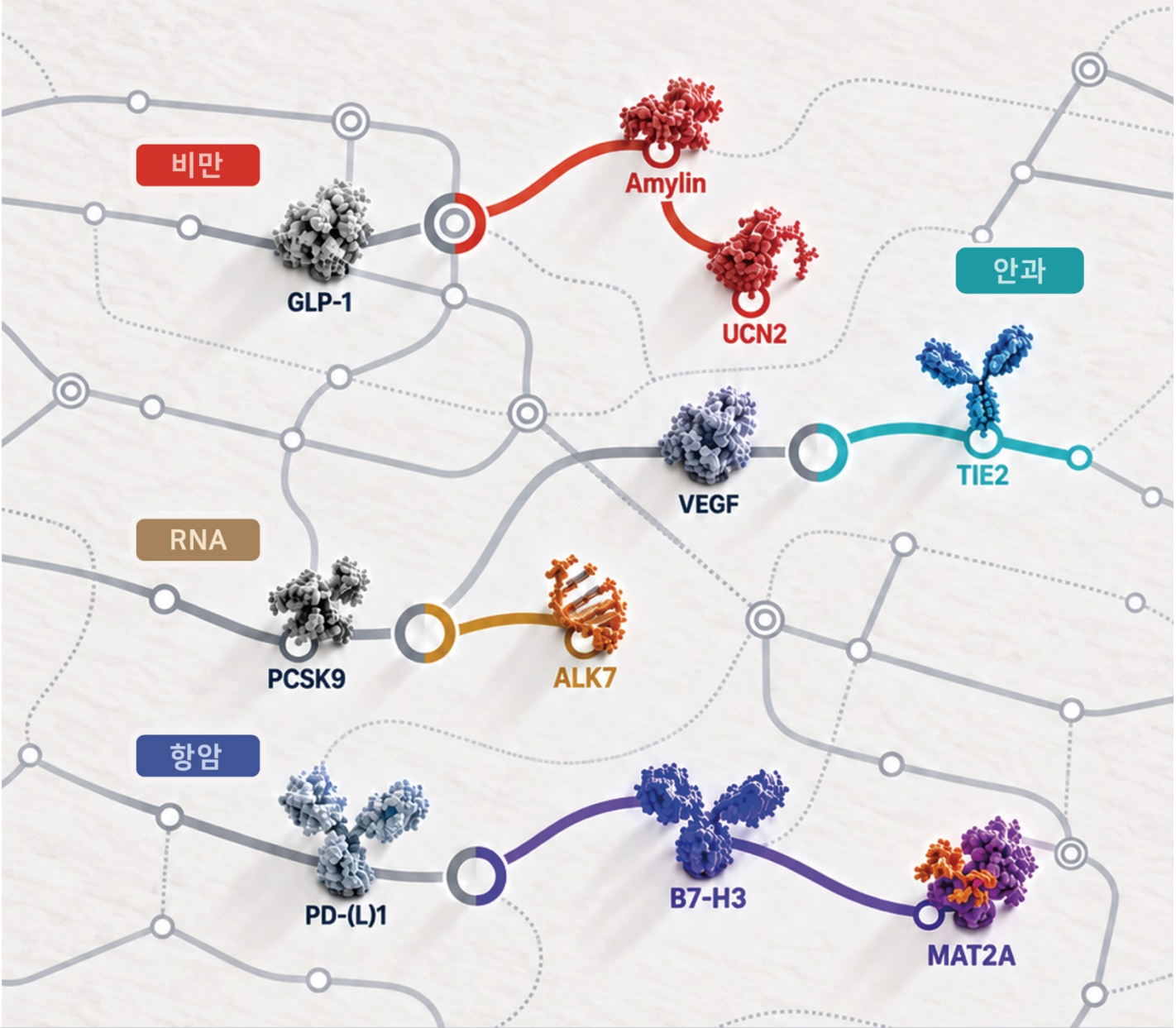




제약·바이오 (Overweight)

다음 역은 New Target

CONTENTS

03	I. Summary & Focus Chart
08	II. 검증된 타겟에 몰린 신약개발
	II-1. 파이프라인은 늘었지만, 타겟은 좁아졌다
	II-2. 검증될수록 치열해지는 경쟁
	II-3. 기존 치료제의 성공이 만든 다음 기회
12	III. 새로운 타겟, 신약으로 이어지는 과정
15	IV. 빅파마의 배팅 공식
17	V. 빅파마가 선택한 넥스트 타겟
	V-1. 비만: 감량률에서 감량의 질로
	V-2. 망막질환: VEGF 억제에서 혈관 기능 회복으로
	V-3. 항암: 공략 가능한 타겟의 범위를 넓히다
37	VI. K-바이오 관전 포인트
39	VII. 종목별 투자의견
40	한미약품 (128940) _ Top Picks
50	올릭스 (226950)
65	인제니아테라퓨틱스 (950260)
77	오름테라퓨틱 (475830)

I. Summary & Focus Chart

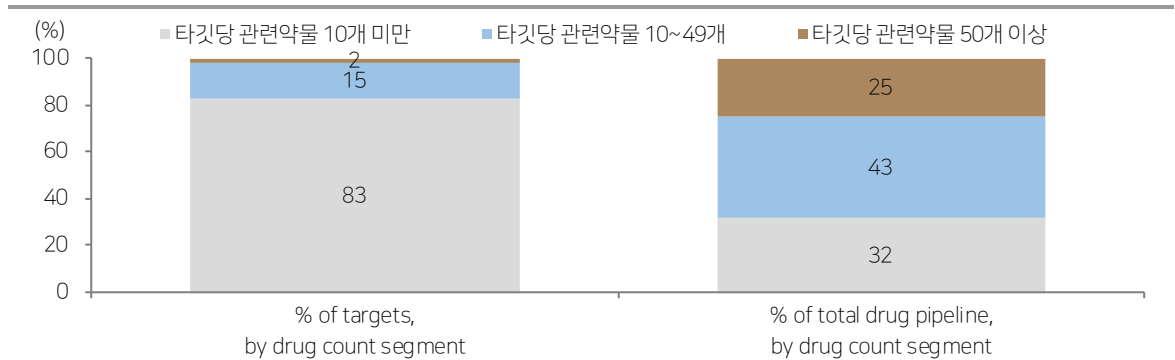
신약개발 파이프라인은 지난 10년간 두 배 넘게 늘었지만, 정작 개발은 소수의 검증된 타겟에만 몰리고 있다. 전체 후보물질의 4분의 1이 단 37개 타겟에 집중돼 있고, 그 안에서의 경쟁은 갈수록 치열해지는 중이다. 반면 새로운 타겟이 임상에 진입하는 속도는 오히려 느려지고 있다. 2021년 139개였던 신규 타겟 수가 2025년에는 41개로 줄었다. 검증된 타겟만 파고드는 게 안전해 보이지만, 그만큼 차별화는 더 어려워지고 있다는 뜻이다.

그래서 지금은 오히려 새로운 타겟의 값어치가 올라가는 시점이다. 비만에서는 GLP-1이 만든 한계인 “근육 감소와 요요”를 보완할 Amylin, UCN2, ALK7이 다음 주자로 떠오르고 있고, 망막질환에서는 VEGF 억제만으로는 부족했던 혈관 안정성을 TIE2와 Wnt가 채우려 하고 있다. 항암에서는 B7-H3처럼 여러 암종에 걸쳐 쓸 수 있는 타겟이나, MTAP 결손처럼 암세포 스스로 만든 약점을 노리는 접근이 빠르게 늘고 있다. 여기에 항체로 암세포에 약물을 전달해 생존에 필요한 단백질을 제거하는 DAC처럼, 타겟을 공략하는 방식도 진화하고 있다.

빅파마는 사람에서 확인된 초기 효과, 치료 대상 환자를 선별할 수 있는 바이오마커, 기존 치료와의 차별성, 병용과 적응증 확대 가능성 등을 살펴본다. 이러한 근거가 뒷받침되면 초기 개발 단계에서도 기술이전이나 M&A로 이어질 수 있다.

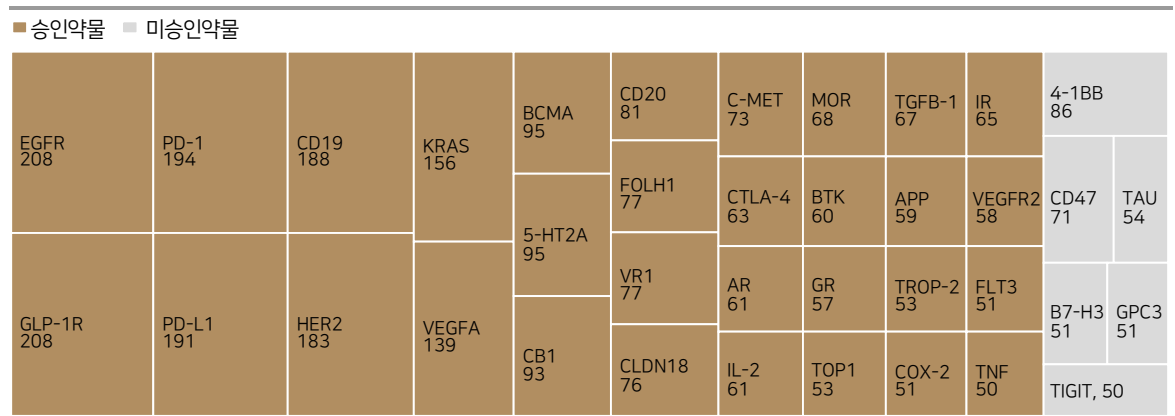
국내 기업들도 새로운 타겟과 치료 방식으로 기존 치료의 한계를 보완하는 개발에 나서고 있다. 이 가운데 Eli Lilly에 이어 Genentech(Roche)와의 대규모 기술이전으로 대사질환 분야의 개발 역량을 입증한 한미약품을 Top Pick으로 제시한다. 차선희주는 올릭스다. 새로운 비만 타겟과 지방조직 표적 siRNA에 대한 투자가 이어지는 가운데, ALK7 후보물질과 자체 지방조직 전달 플랫폼을 바탕으로 추가 기술이전을 기대한다. 관심종목으로는 TIE2 기반 치료제를 개발하는 인제니아테라퓨틱스와 DAC의 임상 검증을 앞둔 오름테라퓨틱을 제시한다. 다만 올릭스는 전환 신주 상장, 인제니아테라퓨틱스는 보호예수 해제로 각각 단기 수급 부담이 예상되는 만큼, 매물 출회와 소화 과정을 지켜보며 접근할 필요가 있다.

Focus Chart 1 타깃 쏠림 현황: 상위 2% 타깃이 전체 파이프라인의 25% 차지



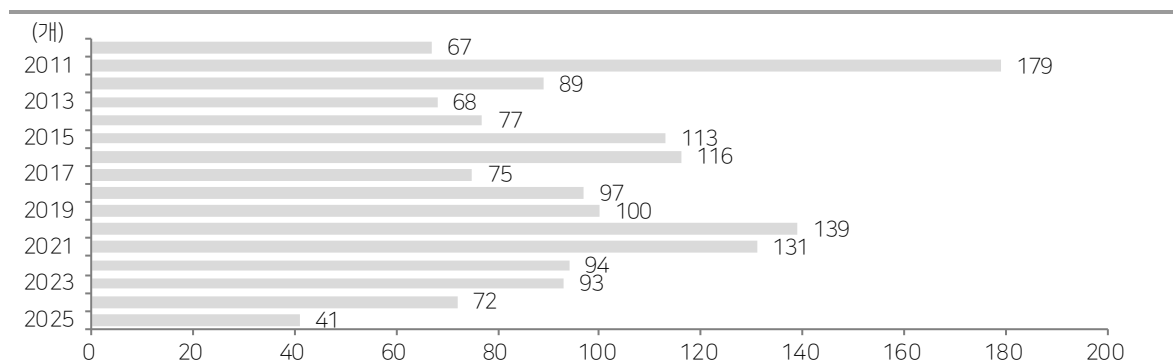
Source: L.E.K. Consulting, Is Biopharma Doing Enough to Advance Novel Targets? (2025), 다올투자증권

Focus Chart 2 검증된 타깃 중심으로 심화되는 개발 경쟁



Source: L.E.K. Consulting, Is Biopharma Doing Enough to Advance Novel Targets? (2025), 다올투자증권

Focus Chart 3 연도별 신규 타깃 수



Source: Pharmaprojects, Citeline Clinical, Pharma R&D Annual Review (2026), 다올투자증권

Focus Chart 4 기존 치료가 남긴 한계, 새로운 타깃의 기회

	비만	망막질환	항암
기존 주력 타깃	GLP-1 / incretin	VEGF	PD-(L)1, HER2, EGFR 등
주요 성과	높은 체중감량	혈관 누출 억제·시력 개선	생존기간 개선, 표적치료 확대
남은 과제	근육 보존, 지속성, 위장관계 부작용	잔존 누출, 혈관 장벽 기능 이상	치료 내성, 미반응 환자, 제한적인 치료 효과
새로운 타깃·접근	Amylin, UCN2, ALK7 등	TIE2, Wnt 등	B7-H3, MAT2A, RAS(ON), DAC 등
경쟁의 변화	감량률 → 감량의 질	누출 억제 → 혈관 안정화·회복	새로운 표적·공략 방식으로 치료 범위 확대

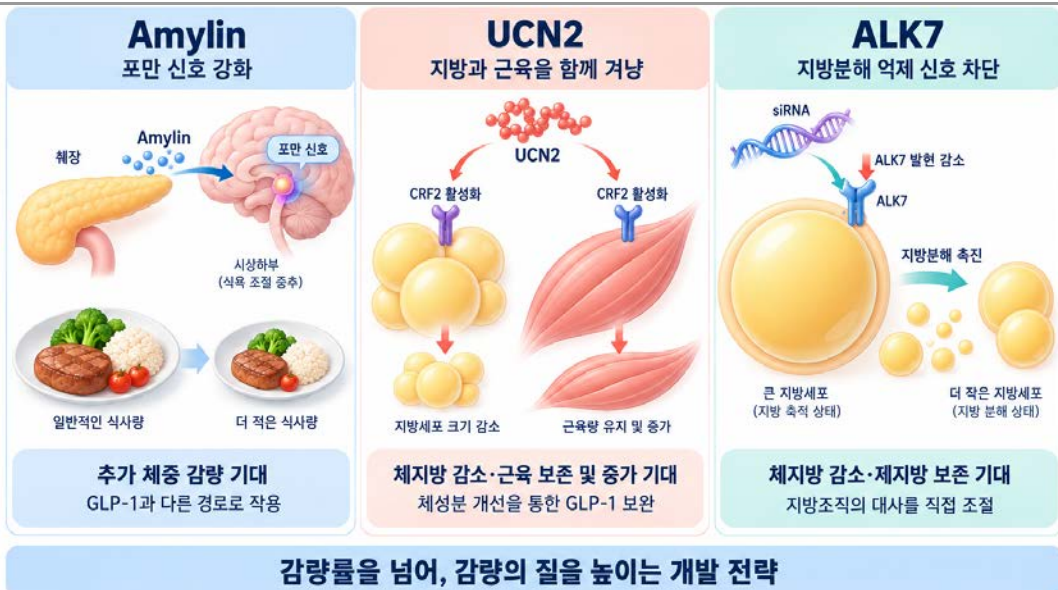
Source: 다올투자증권

Focus Chart 5 빅파마를 움직이는 세 가지 판단 기준

판단 기준	주요 확인 사항	핵심 질문
성공 가능성	초기 임상 효과 · 환자 선별 기준 · 유전학적 근거와 작용기전	개발 실패 위험을 낮출 수 있는가?
치료 차별성	기존 치료의 한계 보완 · 효능·안전성 개선	기존 치료보다 무엇이 나은가?
상업적 확장성	병용 · 적응증 확대 · 기존 제품·파이프라인과의 시너지	하나의 자산을 얼마나 키울 수 있는가?

Source: 다올투자증권

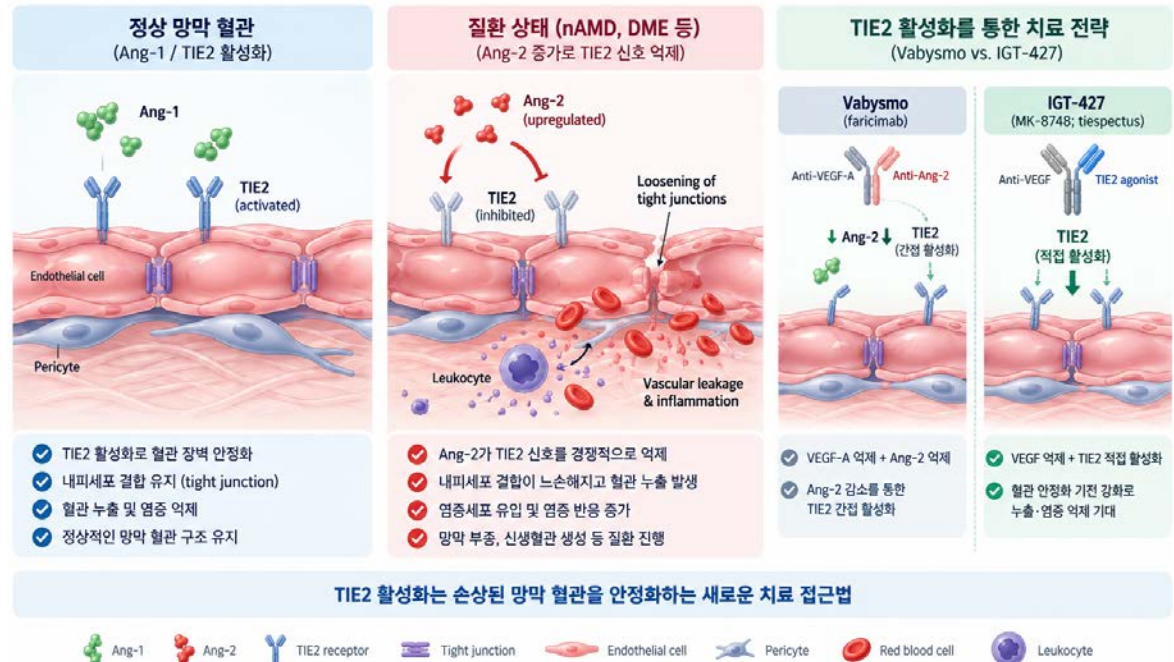
Focus Chart 6 비만 치료의 다음 주자: Amylin·UCN2·ALK7



Source: 다올투자증권

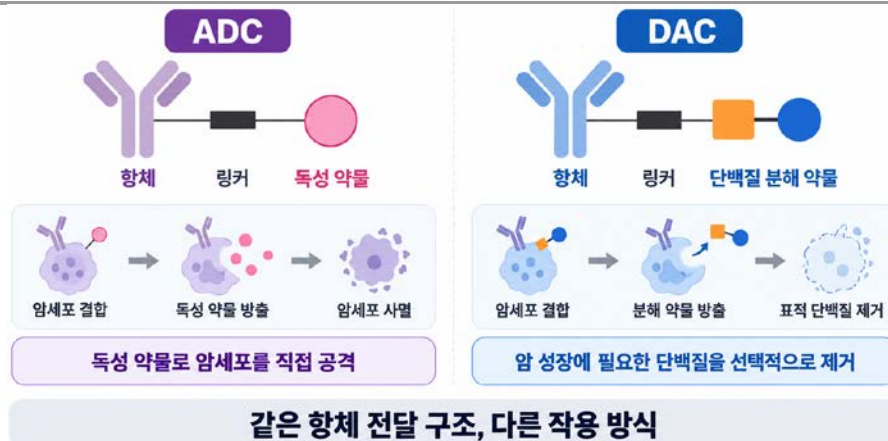
Note: Amylin: Cagrilintide 등 / UCN2: HM17321(한미-로슈), GUB-UCN2(Gubra) / ALK7: OLX501A(올릭스), ARO-ALK7(Arrowhead)

Focus Chart 7 혈관 안정화의 다음 접근, TIE2 직접 활성화



Source: The Angiogenesis Foundation. 당사 재구성, 다올투자증권

Focus Chart 8 DAC, 항체로 찾아가 암세포 안의 단백질을 제거



Source: 다올투자증권

Focus Chart 9 새로운 타깃의 기회를 가진 국내 기업

기업	한미약품	올릭스
투자의견	BUY	Not Rated
적정주가	720,000원 (상향)	N/A
증가 (시가총액)	474,000원 (60,724억원)	100,100원 (21,084억원)
상승여력	51.9%	N/A
투자포인트	- HM17321 기술이전으로 비만 R&D 경쟁력 검증, Roche 후속 개발에 따른 가치 상승 기대 - HM15275 임상2상 성과 확인 시 추가 기술이전 및 비만 파이프라인 재평가 가능	- OLX501A, GLP-1 병용 시 지방 감소·제지방 보존 차별화 입증 시 플랫폼 가치 상승 - OLX104C 임상 진전과 로레알 협력 확대, OLX702A의 Lilly 후속 개발 성과에 따라 OASIS- Skin·Liver·Adipose 플랫폼 가치 재평가 가능
2027년 모멘텀	- HM15275(LA-TRIA; 비만) 임상2상 종료 및 데이터 확보 - HM17321(LA-UCN2; 비만) 임상1상 데이터 확보 및 Roche 주도 후속 임상 진입 기대 - 에페글레나타이드(비만), 국내 출시 후 처방매출 확진	- OLX501A(ALK7; 비만), 1H27 임상1상 IND 및 임상진입 목표 - OLX104C(AR; 탈모) 임상2a상 진행 및 데이터 확보 - OLX702A(MARC1; MASH), Lilly 주도 후속 임상 진입 및 마일스톤 수취 기대
핵심 확인 사항	HM17321의 사람 대상 지방 감소·제지방 보존 또는 증가 가능성 및 안전성	OLX501A의 임상 진입 이후 ALK7 억제·지방 감소 효과와 약효 지속성
기업	인제니아테라퓨틱스	오름테라퓨틱
투자의견	Not Rated	Not Rated
적정주가	N/A	N/A
증가 (시가총액)	14,250원 (7,046억원)	49,950원 (10,849억원)
상승여력	N/A	N/A
투자포인트	- IGT-427의 총 4건 후기임상 진행중. 아일리아 대비 효능·투여간격 차별화 입증 시, Best-in-class 가능 - CKD·녹내장·항암 후속 자산 성과에 따라 TIE body, LCIDEC 플랫폼 가치 상승	- ORM-6151의 BMS 임상1상과 ORM-1153 임상 진입으로 유효성/안전성 확인 시 GSPT1 기반 후속 파이프라인 가치 재평가 가능 - 혈액암에서 고형암으로 적응증 확장, 신규 분해 타깃으로 플랫폼 확장성 검증 가능
2027년 모멘텀	- IGT-302(TIE2; 녹내장), 임상1상 진입 목표 - IGT-303(TIE2; CKD) 임상2a상 데이터 확보	- ORM-6151(CD33; AML) 임상1상 진전. 초기 PoC 확인 시, BMS 잔여 마일스톤 및 플랫폼 가치 상승 - ORM-1153(CD123; AML) 초기 임상 데이터 기대 - ORM-1023(고형암) 1H27 전임상 데이터 공개
핵심 확인 사항	IGT-427의 아일리아 대비 시력 개선 효과와 투여 간격 연장 가능성	ORM-6151·ORM-1153의 안전성과 초기 항암 효과

Source: 다올투자증권

II. 검증된 타겟에 몰린 신약개발

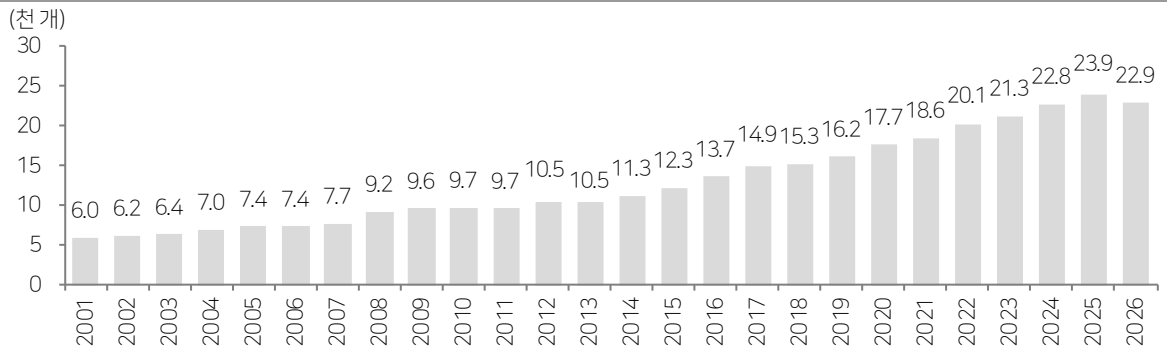
II-1. 파이프라인은 늘었지만, 타겟은 좁아졌다

검증된 타겟에
몰리는 신약개발

글로벌 신약개발 파이프라인은 빠르게 확대되고 있다. 항체, ADC, 이중항체, RNA, 세포/유전자 치료제 등 새로운 모달리티가 등장하면서 과거에는 접근하기 어려웠던 질환 영역까지 신약 개발의 범위가 넓어졌다.

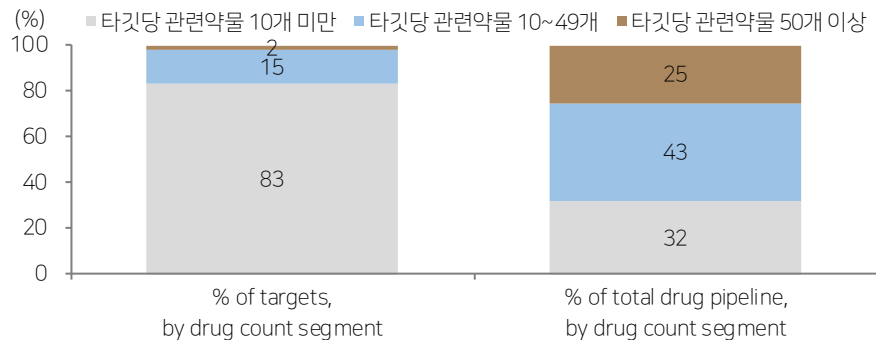
글로벌 R&D 파이프라인은 2015년 약 1.2만개에서 2025년 약 2.4만개로 증가했다. 이렇게 글로벌 신약개발 파이프라인은 빠르게 증가하고 있지만, 실제 개발은 소수의 검증된 타겟(target)에 집중되고 있다. 2024년 말 기준 전체 신약개발 후보물질의 약 25%가 37개 타겟에 집중돼있다. 이는 임상적으로 검증된 타겟을 선호하는 개발 전략을 반영한다. 그만큼 동일 타겟 내 경쟁도 치열해지고 있다.

Fig. 1: 전체 R&D 파이프라인 수 추이(2010~2025)



Source: Pharmaprojects, Cyteline Clinical, Pharma R&D Annual Review (2026), 다올투자증권

Fig. 2: 전체 신약개발의 25%, 37개 타겟에 집중

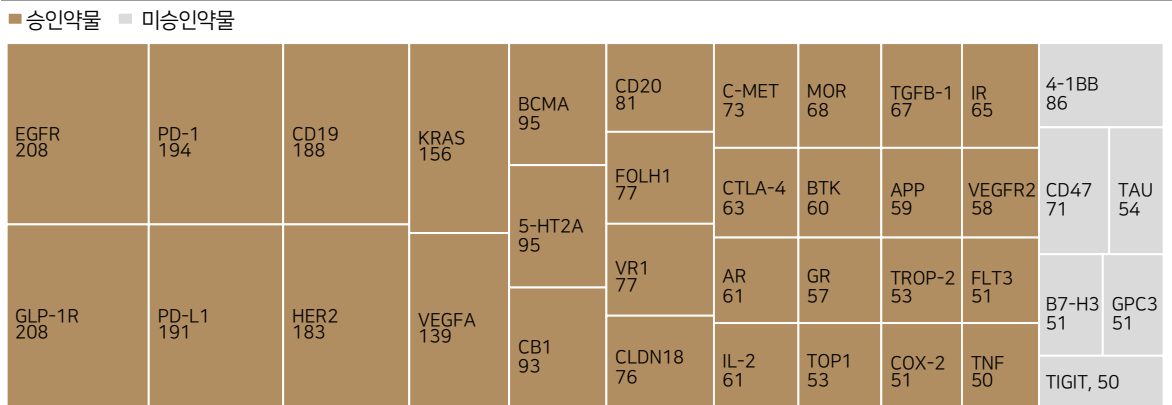


Source: L.E.K. Consulting, Is Biopharma Doing Enough to Advance Novel Targets? (2025), 다올투자증권

익숙한 타깃에서 더
좋은 약을 찾다

이러한 개발 트렌드는 신약개발의 높은 실패 위험에서 비롯된다. 새로운 타깃은 실제 질환과 관련이 있는지부터 사람에게 투여했을 때 치료 효과가 나타나는지까지 처음부터 검증해야 한다. 반면 이미 승인된 치료제나 임상 데이터를 통해 효과가 확인된 타깃은 성공 가능성을 어느 정도 가늠할 수 있어 개발 부담이 상대적으로 낮다. 이에 따라 제약사들은 완전히 새로운 타깃을 찾기보다는 이미 효과가 검증된 타깃을 활용해 더 좋은 약을 만드는 전략을 선호해왔다. 항암에서는 PD-(L)1·HER2·TROP2, 비만에서는 GLP-1·GIP·Glucagon, 면역질환에서는 TNF·IL-17·IL-23, 망막질환에서는 VEGF를 겨냥한 신약들이 반복적으로 개발되고 있다.

Fig. 3: 검증된 타깃 중심으로 심화되는 개발 경쟁



Source: L.E.K. Consulting, Is Biopharma Doing Enough to Advance Novel Targets? (2025), 다올투자증권

II-2. 검증될수록 치열해지는 경쟁

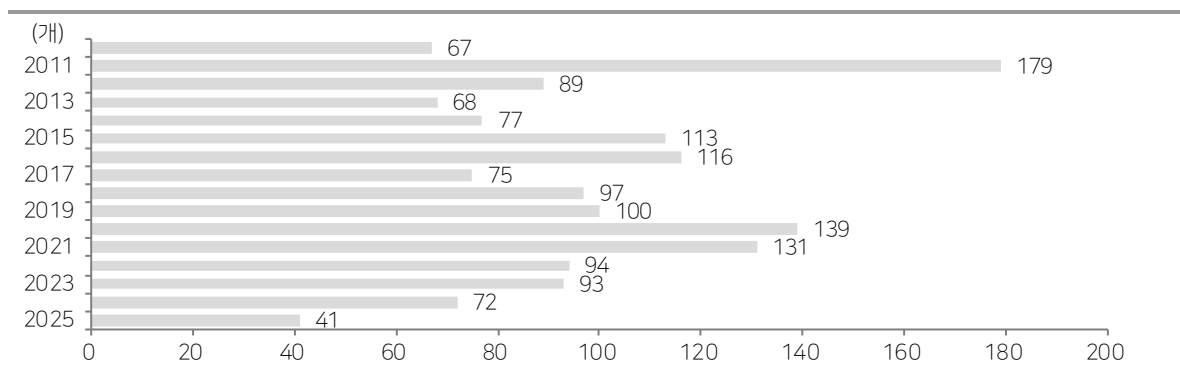
개발 위험을 낮추는
선택, 검증된 타깃

이처럼 개발 위험을 낮추기 위한 선택이 반복되면서, 검증된 타깃 내 경쟁은 오히려 치열해지고 있다. 특히 항암제에서 이러한 현상이 뚜렷하게 나타나고 있다. 2026년 Drug Discovery Today에 따르면 현재 개발 중인 항암제는 5,000개가 넘지만, 상당수가 이미 효과가 검증된 소수의 타깃에 집중되어있다. 실제로 상위 20개 타깃에는 각각 50개가 넘는 후보물질이 경쟁하고 있다. 경쟁이 과열되면서 후발 신약은 기존 치료제 대비 뚜렷한 차별성을 입증해야 하는 부담도 커지고 있다.

높은 검증 부담으로
줄어드는 신규 타깃

반면 새로운 타깃의 신약개발 진입은 오히려 감소하고 있다. 연간 신규 타깃 수는 2025년 41개로 팬데믹 시기 고점(2020년 139개, 2021년 131개) 대비 크게 감소했다. 이는 새로운 타깃의 검증 과정이 길고 성공 확률도 높지 않기 때문이다. 항암제의 경우, 새로운 타깃이 임상적으로 검증되기까지 중앙값(median) 약 8년이 소요되며, 성공률은 22.3%에 그친다. 결국 높은 개발 위험이 신규 타깃에 대한 도전을 제한하고, 검증된 타깃으로의 쏠림을 더욱 강화하고 있다.

Fig. 4: 연도별 신규 타깃 수



Source: Phmaprojects, Citeline Clinical, Pharma R&D Annual Review (2026), 다올투자증권

II-3. 기존 치료제의 성공이 만든 다음 기회

타깃 쏠림 속 커지는 차별화의 가치	신규 타깃의 개발 진입은 줄고 있지만 새로운 타깃의 가치까지 낮아진 것은 아니다. 오히려 검증된 타깃에 개발이 집중되면서 동일 타깃 내 차별화가 어려워지는 가운데, 기존 치료제가 해결하지 못한 문제를 보완할 수 있는 새로운 타깃의 희소성은 높아지고 있다.
미충족 수요에서 찾는 새로운 타깃	비만에서는 높은 체중 감량 이후 근육 보존과 내약성, 망막질환에서는 anti-VEGF 이후 잔존 혈관 누출과 혈관 장벽 기능 이상, 항암에서는 기존 치료에 대한 내성과 비반응 환자가 새로운 과제로 남아 있다. 특히 항암에서는 기존 치료제가 충분히 공략하지 못 했던 종양 항원과 암세포의 새로운 취약점을 타깃하는 개발이 확대되고 있다. 이처럼 기존 치료제의 성공 이후 남은 미충족 수요가 새로운 타깃 발굴로 이어지고 있다.

Fig. 5: 기존 치료가 남긴 한계, 새로운 타깃의 기회

	비만	망막질환	항암
기존 주력 타깃	GLP-1 / incretin	VEGF	PD-(L)1, HER2, EGFR 등
주요 성과	높은 체중감량	혈관 누출 억제·시력 개선	생존기간 개선, 표적치료 확대
남은 과제	근육 보존, 지속성, 위장관계 부작용	잔존 누출, 혈관 장벽 기능 이상	치료 내성, 미반응 환자, 제한적인 치료 효과
새로운 타깃	Amylin, UCN2, ALK7 등	TIE2, Wnt 등	B7-H3, MAT2A 등
새로운 경쟁축	감량률 → 감량의 질	누출 억제 → 혈관 안정화·회복	검증된 타깃 집중 → 신규 종양항원·암세포 취약점 공략

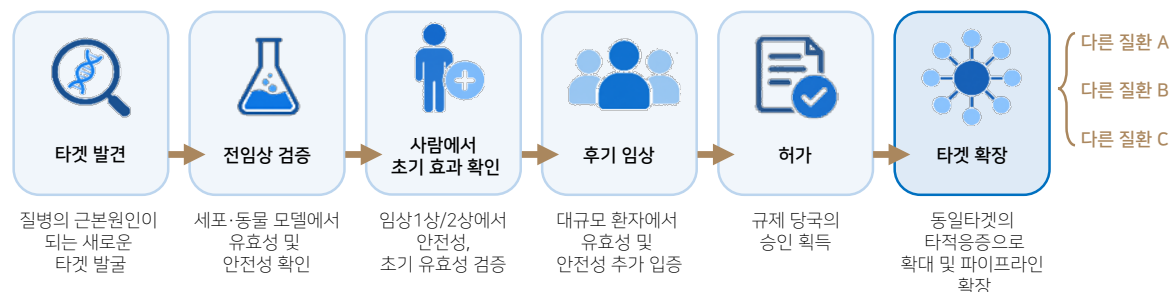
Source: 다올투자증권

III. 새로운 타겟, 신약으로 이어지는 과정

타겟 발견에서 치료
효과 검증으로

새로운 타겟의 가능성이 실제 치료제로 이어지려면 단계적인 검증이 필요하다. 먼저 해당 타겟이 실제 질환과 관련이 있는지 확인하고, 동물실험과 임상상을 통해 타겟을 조절했을 때 치료 효과가 나타나는지를 평가해야 한다. 사람에서 효과가 확인되고 후기 임상과 허가로 이어질수록 타겟의 가치도 더욱 명확해진다. 이후에는 같은 타겟을 활용한 다른 치료제나 새로운 적응증 개발이 이어지면서 시장이 확대될 수 있다.

Fig. 6: 신규 타겟 치료제 개발 과정



Source: 다올투자증권

하나의 신약 성공이
넓힌 CLDN18.2의
가능성

이 과정을 잘 보여주는 사례가 CLDN18.2(Claudin 18.2)다. CLDN18.2는 정상조직에서는 주로 위 점막에 제한적으로 나타나지만, 일부 위암에서는 많이 발현되는 단백질이다. 이런 특징 때문에 암세포를 선택적으로 공격할 수 있는 타깃으로 주목받았다. 이후 Astellas의 졸베크시맙(Zolbetuximab)이 CLDN18.2 양성 위암 환자에서 효과를 입증하고 2024년 FDA 승인을 받으면서 CLDN18.2의 치료 타깃으로서의 가치가 확인됐다. 이후 CLDN18.2를 겨냥한 후속 개발도 빠르게 확대되고 있다. 현재 단일항체뿐 아니라 ADC, 이중항체, CAR-T 등 다양한 치료 방식으로 개발이 진행 중이며, 일부 후속 자산은 이미 3상 성공 및 허가 신청 단계까지 진입했다. 하나의 신약 성공이 타깃의 임상적 가능성을 입증하고, 이를 바탕으로 다양한 모달리티와 적응증으로 개발이 확장되는 과정을 보여준다.

Fig. 7: 주요 CLDN18.2 타깃 치료제 개발 현황

기업	자산	모달리티 / 세부 설계	주요 적응증	개발 단계
Astellas	Zolbetuximab	CLDN18.2 단일클론항체(mAb)	위암/GEJ 1L	FDA 승인(2024.10)
Transcenta	Osemitamab (TST001)	CLDN18.2 단일클론항체(mAb), ADCC 강화	위암/GEJ 1L, 췌장암 등	3상 준비 중 (위/GEJ) 1상 진행 중 (췌장암)
AstraZeneca	Sonesitatur vedotin (AZD0901)	CLDN18.2 ADC / MMAE payload	위암/GEJ, 식도암; 췌장암·담도암 확장	3상 성공(2L+ 위/GEJ/식도암), 3상(1L 위/GEJ/식도암), 2상(췌장암·담도암)
Innovent /Takeda	Arcotatur tavatecan (IBI343/TAK-921)	CLDN18.2 ADC / Exatecan 계열 Topo-I payload, Fc-silenced	위암/GEJ, 췌장암	3상 성공·중국 NDA 심사(3L+위/GEJ), 3상(3L+ 췌장암)
Astellas	ASP2138	CLDN18.2 × CD3 이중항체	위암/GEJ, 췌장암	3상(1L 위/GEJ), 1상(췌장암)
ABL Bio /NovaBridge	Givastomig (ABL111)	CLDN18.2 × 4-1BB 이중항체	1L 위암, 췌장암·담도암 확장	2상(위암), 3상 연내 개시 계획, 1b상(췌장·담도암)
Innovent	IBI389	CLDN18.2 × CD3 이중항체	위암/GEJ 등 고형암	1상(위암/GEJ, 췌장암)
CARsgen	Satri-cel (CT041)	자가 CLDN18.2 CAR-T	3L+ 위암/GEJ	중국 승인(2026.06)
Legend	LB1908	CLDN18.2 CAR-T	위암/GEJ, 식도암, 췌장암	1상(위암/GEJ/식도암)

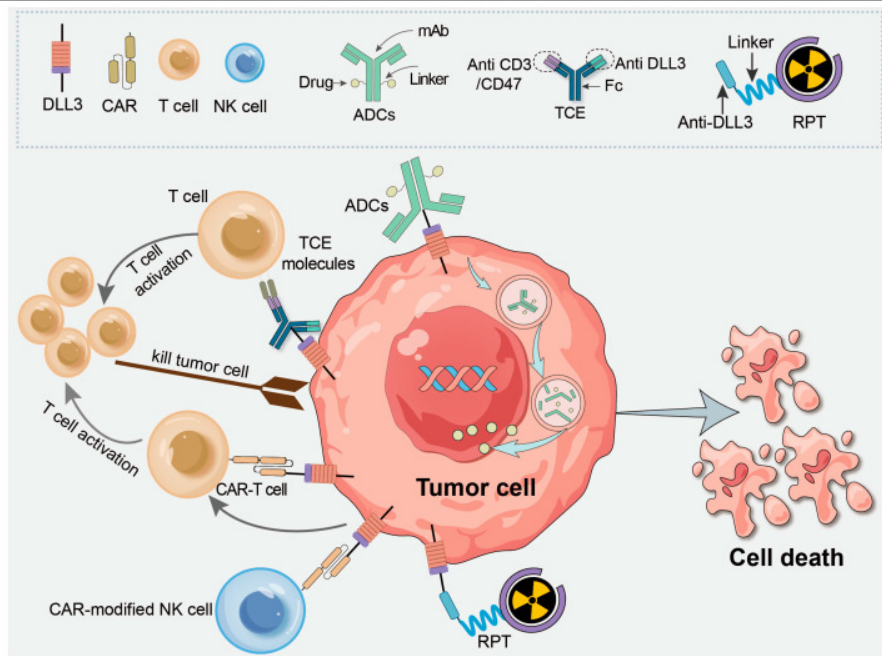
Source: Acro Biosystems, 각 사, 다올투자증권
Note: GEJ는 위식도접합부암

DLL3, 실패 이후
다시 확인된 가능성

반대로 초기 신약 개발의 실패가 반드시 타깃 자체의 실패를 의미하는 것도 아니다. DLL3가 그 대표적인 사례다. DLL3는 소세포폐암(Small-cell Lung Cancer; SCLC)에서 많이 발현되는 단백질로 일찍부터 치료 타깃으로 주목받았다. 처음에는 Abbvie가 DLL3 ADC Rova-T를 개발했지만 3상에서 기존 치료 대비 생존기간(Overall Survival; OS)을 개선하지 못 하면서 2019년 개발이 중단됐다. 이후 DLL3의 치료 가능성에 대한 의문이 제기됐으나 Amgen이 같은 DLL3 타깃 치료제 탈라타맵(tarlatamab)을 개발하면서 상황이 달라졌다. 탈라타맵은 DLL3가 발현된 암세포와 환자의 면역세포인 T세포를 연결해 면역세포가 암세포를 공격하도록 유도하는(T-cell engager) 방식의 치료제다. 백금계 항암치료 이후 진행한 소세포폐암 환자 대상 임상 3상에서 탈라타맵은 기존 항암제 대비 생존기간을 8.3개월에서 13.6개월로 연장하며 사망 위험(Hazard ratio)을 40% 낮췄고, 이후 FDA 정식 승인까지 받았다.

결국 DLL3가 문제였던 것이 아니라 이를 어떤 방식으로 공략하느냐가 중요했던 것이다. 탈라타맵의 성공 이후 DLL3를 겨냥한 ADC, CAR-T, 방사성의약품 등 다양한 후속 치료제 개발도 활발해지고 있다. 즉 하나의 약물이 실패했다고 해서 타깃 자체의 가능성까지 사라지는 것은 아니며, 다른 치료 방식으로 다시 가치가 입증될 수 있다.

Fig. 8: DLL3 타깃의 다양한 치료 모달리티



Source: Wang H, et al. Targeting DLL3: Innovative Strategies for Tumor Treatment. Pharmaceuticals. 2025, 다올투자증권

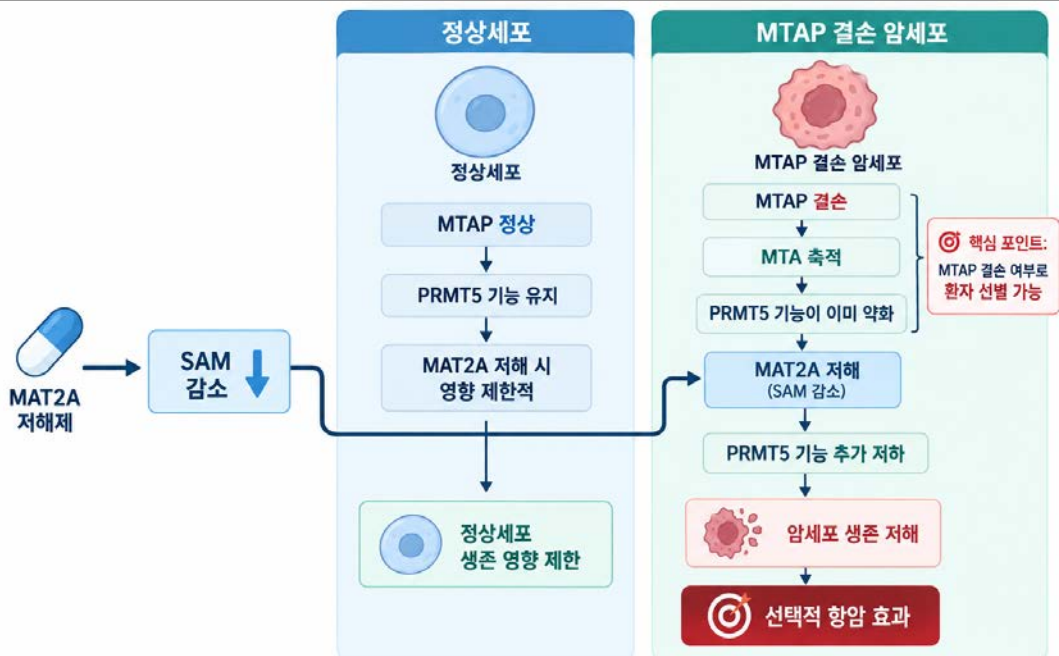
IV. 빅파마의 배팅 공식

개발 단계보다 성공
가능성의 근거에
주목

새로운 타겟의 임상적 가능성이 충분히 확인되기까지는 오랜 시간이 필요하지만, 빅파마는 개발 초기라도 성공 가능성을 뒷받침하는 근거가 있다면 투자에 나선다. 사람에서 확인된 치료 효과가 가장 직접적인 근거지만, 이런 데이터가 없더라도 환자 선별 기준과 작용 원리가 명확하다면 초기 단계에서도 기술이전이 이뤄질 수 있다.

Genhouse의 GH31은 사람 대상 효능 데이터가 없는 전임상 단계에서 Gilead Sciences에 계약금 8,000만달러, 최대 15.3억달러 규모로 기술 이전됐다. GH31은 MTAP 유전자 결손으로 생기는 암세포의 대사적 약점을 이용한다. MTAP 결손 여부로 치료 대상 환자를 선별할 수 있고, 정상세포보다 암세포에 선택적으로 작용할 가능성이 명확하다는 점이 초기 투자의 근거가 됐다.

Fig. 9: MAT2A 저해제 작용기전: MAT2A 억제 시 선택적으로 암세포 생존을 저해함



Source: Jiang Z, Li X, Xiao Z, et al. Cell Death Discovery, 2025. 다올투자증권

Note: SAM: MAT2A가 만들어내는 세포 대사에 필요한 물질. PRMT5: SAM을 이용해 세포의 성장과 생존에 필요한 기능을 조절하는 효소

MTA: MTAP이 정상적으로 분해하는 물질. MTAP이 결손되면 세포 안에 쌓여 PRMT5 기능을 떨어뜨림

기존 치료의 한계를
보완할 차별성에
주목

기존 치료제가 해결하지 못한 문제를 얼마나 보완할 수 있는지도 중요한 판단 기준이다. 비만에서는 GLP-1 계열이 높은 체중 감량 효과를 보여준 이후, 단순히 체중을 줄이는 것보다 내약성, 투약 편의성, 체성분 개선, 병용 가능성이 새로운 경쟁 요소로 부각되고 있다. 이에 Amylin은 추가 체중 감량과 내약성·근육 보존 가능성을, UCN2는 체지방 감소와 근육량·기능 개선 가능성을 차별점으로 주목받고 있다. 실제 AbbVie와 Roche가 Amylin 자산을 확보했고, Genentech(Roche 자회사)은 아직 임상 1상 단계인 한미약품의 UCN2 계열 HM17321을 기술도입하는 등 빅파마의 투자가 이어지고 있다.

망막질환에서도 anti-VEGF 치료 이후 남아있는 혈관 누출과 혈관 장벽 기능 이상을 해결하기 위해 Wnt, TIE2 등 새로운 접근이 개발되고 있다. 이미 효과적인 치료제가 존재하더라도 기존 치료가 남긴 한계를 명확하게 보완할 수 있다면 새로운 타겟의 시장 기회는 충분하다고 판단된다.

하나의 자산이 가진
확장성과 시너지에
주목

마지막으로 빅파마는 하나의 신약을 넘어 얼마나 크게 확장할 수 있는지를 본다. Roche가 Zealand의 petrelintide(페트렐린타이드; Amylin 작용제)를 확보한 것은 Amylin 단독 치료뿐 아니라 기존 GLP-1/GIP 계열과의 병용 가능성까지 고려한 전략이다. 항암에서는 B7-H3처럼 여러 암종에서 발현되는 타겟일수록 하나의 자산을 다양한 적응증으로 확장할 수 있다는 장점이 있다. DAC 역시 항체와 단백질 분해 약물의 조합을 바꿔 다양한 타겟으로 확장할 수 있다는 점에서 빅파마의 관심을 받고 있다. 여기에 기존 포트폴리오와의 시너지까지 더해지면 같은 자산이라도 인수하는 회사에 따라 전략적 가치는 달라질 수 있다.

Fig. 10: 빅파마가 새로운 타겟에 투자하는 판단 근거

판단 기준	주요 확인 사항	핵심 질문
성공 가능성	초기 임상 효과 · 환자 선별 기준 · 유전학적 근거와 작용기전	개발 실패 위험을 낮출 수 있는가?
치료 차별성	기존 치료의 한계 보완 · 효능·안전성 개선	기존 치료보다 무엇이 나은가?
상업적 확장성	병용 · 적응증 확대 · 기존 제품·파이프라인과의 시너지	하나의 자산을 얼마나 키울 수 있는가?

Source: 다올투자증권

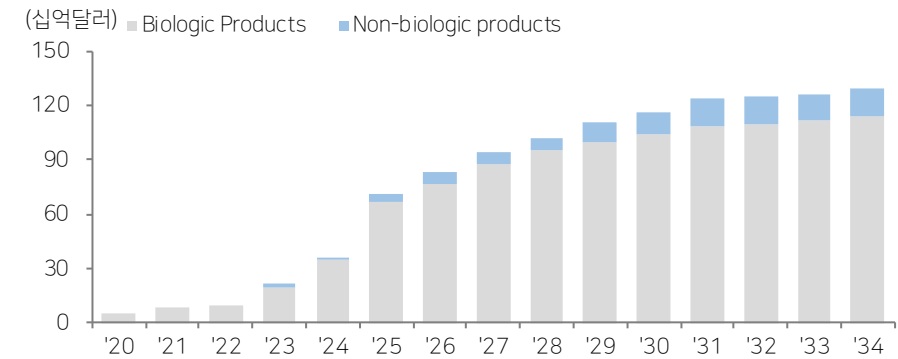
V. 빅파마가 선택한 Next Target

V-1. 비만: 감량률에서 감량의 질로

비만 치료의 다음
기준, 감량의 질

글로벌 비만 치료제 시장은 2030년 약 1,100억달러 규모로 확대될 전망이다. 시장 성장을 이끈 GLP-1 RA(수용체 작용제)는 비만 치료의 기준도 크게 높였다. GLP-1/GIP 이중작용제는 20% 이상의 체중 감량 효과를 보였지만, 체중 감소 과정에서 근육도 함께 줄어드는 문제와 위장관계 부작용, 치료 중단 이후 체중 재증가(리바운드) 등이 새로운 한계로 부각되고 있다. 이에 따라 비만 치료제의 경쟁축은 단순한 감량률에서 근육 보존, 내약성, 치료 지속성 등 감량의 ‘질’로 이동하고 있다.

Fig. 11: 비만치료제 시장 추이 및 전망



Source: IQVIA 2025, 다올투자증권

Fig. 12: 타깃별 비만 기술이전 현황

구분	계약일자	기업명	파트너사	자산/파이프라인	타깃	개발 현황	선금금 (\$mn)	총규모 (\$mn)
GLP-1 단일	2023.11	AstraZeneca	Eccogene	ECC 5004	GLP-1	1상	185	2,010
GLP-1 단일	2024.06	Hercules CM.	Hengrui Pharmaceutical	GLP-1 포트폴리오 (HRS-7535, HRS9531, HRS-4729)	GLP-1	2상	110	6,035
Amylin	2024.10	Eli Lilly	KeyBioscience	DACRA(아밀린·칼시토닌 이중작용제)	DACRA	1상		1,400
GLP-1 단일	2024.12	Merck	Hansoh Pharmaceutical	HS-10535	GLP-1	연구 단계	112	2,012
GLP-1 ·Amylin	2025.01	Verdiva Bio	Hangzhou Sciwind Biosciences	엑크노글루타이드(XW004), 경구/주사형 아밀린 치료제	GLP-1, Amylin	2상	70	2,470
Amylin	2025.03	AbbVie	Gubra	ABBV-295	Amylin	1상	350	2,225
Amylin	2025.03	Roche	Zealand Pharma	Petrelintide	Amylin	2상	1,650	5,300
GLP-1 다중	2025.03	Novo Nordisk	The United Laboratories	UBT251	GLP-1 /GIP/GCG	2상	200	2,000
GLP-1 다중	2025.06	Regeneron Pharmaceuticals	Hansoh Pharmaceutical	HS-20094	GLP-1/GIP	3상	80	2,730
GLP-1 단일	2025.07	Madrigal Pharmaceuticals	CSPC Pharmaceutical	SYH2086 (올포글리프론 유도체)	GLP-1	전임상	120	2,075
GLP-1 ·Amylin	2025.09	Pfizer	Metsera	MET-097i(GLP-1), MET- 233i(Amylin) 등 비만 파이프라인	GLP-1, Amylin	2상	0	10,000
GLP-1 다중	2025.11	Sidera Bio	Shanghai Minwei Biotechnology	MWN105	GLP-1/ GIP/ FGF21	2상		1,045
GLP-1 단일	2025.12	Pfizer	Yao Pharma	YP05002	GLP-1	1상	150	2,085
GLP-1 다중	2026.02	AstraZeneca	CSPC Pharmaceutical	SYH2082 외 전임상 체중관리 자산 3종·추가 4개 프로그램	GLP-1/GIP	전임상	1,200	18,500
근육 소실방지	2026.05	GSK	Suzhou Siran Biotechnology	SA030	ALK7	1상		1,005
근육 소실방지	2026-08- 24	Genentech (Roche)	한미약품	HM17321	UCN2		190	2,300

Source: Evaluate Pharma. 다올투자증권

Note: 타깃별 비만 파이프라인 기술이전 계약 중 총 계약규모가 \$1bn을 초과하는 건만 반영

Amylin, GLP-1을
보완할 다음 치료
옵션

Amylin은 GLP-1 이후 비만 치료에서 가장 빠르게 부상하고 있는 대표적인 비인크레틴 계열이다. GLP-1이 장에서 분비돼 식욕과 혈당을 조절하는 호르몬이라면, Amylin은 췌장에서 인슐린과 함께 분비돼 포만 신호를 높인다. 서로 다른 경로에 작용하기 때문에 GLP-1 계열과의 병용으로 체중 감량 효과를 높일 수 있는 옵션으로 주목받고 있다. 여기에 일부 후보물질에서 양호한 위장관계 내약성이 확인되면서 차별화 가능성도 부각되고 있다.

임상 개발도 이미 후기 단계까지 진전됐다. Novo Nordisk의 cagrilintide (카그릴린타이드)와 Eli Lilly의 eloralintide (엘로랄린타이드)는 모두 임상 3상에 진입해 상업화를 위한 후기 개발이 진행되고 있다. Lilly의 eloralintide는 2상에서 단독 요법으로 48주 최대 20.1%의 체중 감소를 기록하며 높은 유효성을 보여줬다. 반면 Roche의 petrelintide(페트렐린타이드)는 2상에서 체중 감량 효과와 함께 양호한 위장관계 내약성을 확인했다. Roche는 petrelintide를 단독뿐 아니라 자체 GLP-1/GIP 이중작용체 CT-388과의 병용으로도 개발할 계획이다.

빅파마의 투자도 이어지고 있다. Abbvie는 2025년 3월 Gubra의 장기지속형 Amylin ABBV-295를 계약금 3.5억달러, 최대 22.25억달러 규모로 기술 도입했고, Roche도 같은 달 Zealand Pharma의 petrelintide를 계약금 16.5억달러, 최대 53억달러 규모로 확보했다. 이처럼 Amylin은 후기 임상과 대형 기술이전이 동시에 진행되며 비인크레틴 계열 중 가장 빠르게 상업화에 가까워지고 있다.

Fig. 13: 주요 Amylin 계열 임상 데이터 비교

	Cagrilintide	Eloralintide	Petrelintide
개발사	Novo Nordisk	Eli Lilly	Zealand Pharma / Roche
기전	장기지속형 Amylin analog	선택적 Amylin receptor agonist	장기지속형 Amylin analog
현재 임상 단계	3 상 RENEW	3 상 ENLIGHTEN	3 상 진입 결정, 2H26 개시 예정
주요 임상	REDEFINE-1 내 cagrilintide 단독군	2 상(NCT06230523)	ZUPREME-1 2 상
환자 수	302 명	263 명	493 명 (실제 무작위배정·투여 분석군 485 명)
평가 기간	68 주	48 주	42 주
최대 체중 감소	-11.8%(2.4mg) vs. 위약 -2.3%	-20.1%(9mg) vs. 위약 -0.4%	-10.7%(Dose 3; 용량 비공개) vs. 위약 -1.7%
내약성	- 오심 23.8%(vs. 13.2%) - 구토 7.0%(vs. 4.4%) - GI AE 중단 1.3%	- 오심 33%(vs. 13.5%) - 구토 8%(vs. 0%) - GI AE 로 인한 중단 약 2%	- 오심 19.6% (vs. 6.2%) - 구토 3.0%(vs. 6.2%) - GI AE 중단 1.5%(전체 환자군), 최대 유효용량군 0%

Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 14: 주요 Amylin 계열 기술이전 현황

계약일자	기업명	파트너사	자산/파이프라인	타깃	개발현황	선급금 (\$mn)	총규모 (\$mn)
2024-03-15	Metsera	D&D PharmaTech	경구 GLP-1/GIP 이중작용제 DD14, 경구 아밀린 작용제 DD07 / DD15	GLP-1/GIP , Amylin	연구단계		164
2024-10-10	Eli Lilly	KeyBioscience	DACRA(아밀린·칼시토닌 이중작용제)	DACRA	임상 1 상		1,400
2025-01-10	Verdiva Bio	Hangzhou Sciwind Biosciences	에크노글루타이드(XW004), 경구/주사형 아밀린 치료제	GLP-1, Amylin	임상 2 상	70	2,470
2025-03-03	AbbVie	Gubra	ABBV-295	Amylin	임상 1 상	350	2,225
2025-03-12	Roche	Zealand Pharma	Petrelintide	Amylin	임상 2 상	1,650	5,300
2025-06-03	Eli Lilly	Camurus	FluidCrystal 장기지속형 플랫폼	GPCR, Amylin			875
2025-09-22	Pfizer	Metsera	MET-097i(GLP-1), MET-233i(Amylin) 등 비만 파이프라인	GLP-1, Amylin	임상 2 상	0	10,000
2026-06-01	Eli Lilly	Camurus	FluidCrystal	GLP-1/GIP/글루카곤, GLP-1/GIP, Amylin	임상 1 상	5	875
2026-08-27	iBio	AstralBio	Amylin 프로그램	Amylin	전임상	1	28

Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

지방 감소와 근육
증가를 함께
겨냥하는 UCN2

UCN2(Urocortin-2)는 체중만 줄이는게 아니라 체성분 개선까지 노리는 새로운
비만 치료법이다. 근육과 지방조직에 발현되는 CRF2 수용체를 활성화해 지방은
줄이면서 근육은 늘리는 방향으로 작용한다. GLP-1 치료에서 나타날 수 있는
근육 감소를 보완할 수 있다는 점이 차별점이다.

Roche가 선택한
UCN2, 사람에서의
검증에 주목

한미약품의 HM17321(LA-UCN2)은 CRF2 수용체를 선택적으로 활성화하는
장기지속형 UCN2 유사체다. 전임상에서 체중과 체지방을 줄이는 동시에
제지방량을 늘렸으며, GLP-1 계열과의 병용에서도 이러한 효과를 확인했다.

Genentech(Roche 자회사)은 2026년 8월 임상1상 단계의 HM17321을 계약금
1.9억달러, 최대 약 23억달러 규모로 기술도입했다. 사람 효능 데이터가 충분히
축적되기 전 이뤄진 대형 딜로, 체성분 개선 가능성과 병용 가치를 높게 평가한
것으로 판단된다. 미국 임상1상은 1H27 종료 예정으로, 전임상 효과가
사람에서도 재현되는지가 주요 관전 포인트다.

경쟁약물인 Gubra의 GUB-UCN2도 2026년 7월 임상 1/2a상에 진입해
단독요법과 GLP-1 기반 치료제와의 병용 가능성을 평가 중이며, 첫 단회투여
데이터는 1H27 공개될 예정이다.

Fig. 15: 주요 UCN2 계열 후보물질 개발 현황

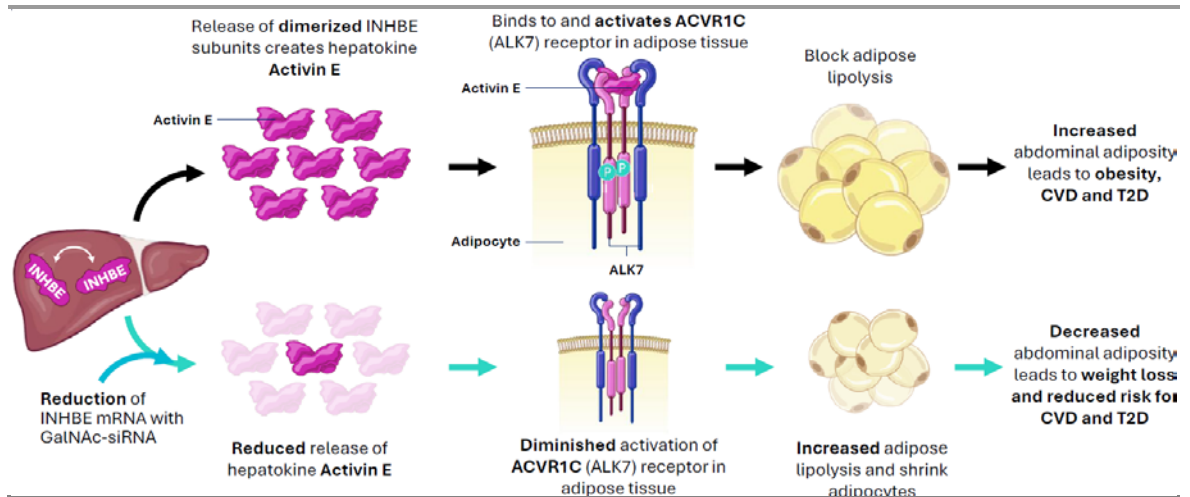
	HM17321	GUB-UCN2	XW4475
개발사	한미약품 / Genentech	Gubra	Sciwind Biosciences
기전	장기지속형 UCN2 유사체 / CRF2 선택적 활성화	장기지속형 UCN2 유사체 / CRF2 선택적 활성화	장기지속형 UCN2 유사체 / CRF2 선택적 활성화
현재 단계	임상 1 상	임상 1/2a 상	전임상
주요 데이터	비만 영양류에서 체중 -30.3%, 체지방 -76.6%, 제지방 +8.3%	비만 쥐에서 단독 투여 시 제지방 +14%, 체지방 -33% / semaglutide 병용 시 제지방 +8%, 체지방 -48~-55%	비만 마우스에서 ecnoglutide 병용 시 체중감량 및 체성분 개선
개발 방향	단독 + GLP-1 병용 / 체성분 개선	단독 + GLP-1 병용 / 근육량·기능 평가	GLP-1 병용 중심 체성분 개선
주요 이벤트	Genentech L/O, 최대 약 \$2.3bn / 1 상 1H27 종료 예정	1H27 SAD 데이터 예정	임상 진입 여부 주목

Source: 각 사, 다올투자증권

ALK7 억제로
지방분해를 촉진

지방조직의 대사를 직접 조절하는 ALK7도 새로운 비만 타겟으로 떠오르고 있다. ALK7은 지방세포에 주로 발현되는 수용체로 활성화되면 지방분해가 억제돼 지방 축적이 촉진된다. 반대로 이를 억제하면 지방세포의 지방분해가 증가하면서 체지방을 줄일 수 있다. 기존 GLP-1 계열처럼 음식 섭취량을 줄여 체중을 감량하는 방식과 달리 지방조직 자체를 직접 공략하기 때문에, 체지방을 선택적으로 줄이면서 제지방을 상대적으로 보존할 수 있는 가능성이 주목받고 있다. ALK7은 간에서 발현되는 INHBE가 만드는 Activin E에 의해 활성화되며, 최근 INHBE-Activin E-ALK7 신호축도 새로운 비만 치료 영역으로 주목받고 있다.

Fig. 16: Activin E-ALK7 신호 억제를 통한 지방분해 활성화



Source: Wave Life Sciences, 다올투자증권

임상과 기술이전으로
구체화되는 ALK7의
가능성

임상에서는 Arrowhead의 ARO-ALK7이 가장 앞서있다. ARO-ALK7은 지방조직에 전달되는 siRNA로 ALK7 발현 자체를 낮춘다. 임상 1/2a상에서 200mg 단회 투여 후 8주 시점에 ALK7 mRNA를 평균 88% 억제하고 내장지방을 14.1% 감소시키며 초기 Human PoC(사람 대상 개념 입증)을 확인했다. Alnylam은 ALK7 타겟 siRNA ALN-2232의 임상1/2상을 2026년 3월 시작했으며, 단독요법뿐 아니라 tirzepatide(터제파타이드) 병용군까지 포함해 체중과 체지방, 제지방 변화를 평가하고 있다. 2H26 초기 임상 데이터 발표가 예상된다. SiranBio의 SA030도 임상1상에 진입했으며 2026년 5월 GSK에 중국권을 제외한 글로벌 권리를 기술이전했다. 계약금은 5,500만달러, 총 계약 규모는 최대 약 10억달러로, 초기 임상 단계에서도 ALK7의 치료 가능성에 대한 빅파마의 관심이 확인됐다.

국내에서는 올릭스가 ALK7 타겟 siRNA OLX501A를 개발하고 있다. 비만 영장류 전임상에서 ALK7 발현 89% 억제와 49일차 내장지방 29% 감소를 확인했으며, 현재 1H27 임상1상 진입을 목표로 하고 있다. 글로벌 ALK7 임상 진전은 OLX501A의 기술이전 모멘텀으로 작용할 전망이다.

Fig. 17: ALK7 타겟 후보물질 개발 현황

	OLX501A	ARO-ALK7	ALN-2232	SA030
개발사	올릭스	Arrowhead	Alnylam	SiranBio / GSK
Modality	siRNA	siRNA	siRNA	siRNA
개발 단계	전임상	1/2a상	1/2상	1상
주요 데이터	비만 영장류에서 ALK7 mRNA 89% 억제, 내장지방 29.2% 감소	1/2a상 초기 데이터에서 ALK7 mRNA 평균 88% 억제, 내장지방 14.1% 감소(8주, 200mg)	전임상에서 지방 감소·제지방 증가, GLP-1 병용 시 체성분 개선 가능성 확인	비만 영장류에서 ALK7 mRNA 80% 이상 억제, 억제 효과 4개월 이상 지속
병용 전략	GLP-1 계열 병용 가능성	단독 + tirzepatide 병용	단독 + tirzepatide 병용	GLP-1 계열 병용 가능성
주요 이벤트	1H27 임상 1상 진입 목표	ALK7 초기 Human PoC 확인	임상 초기 데이터 확인 예정	GSK L/O 계약금 \$5,500만 / 최대 ~\$10억

Source: 각 사, 다올투자증권

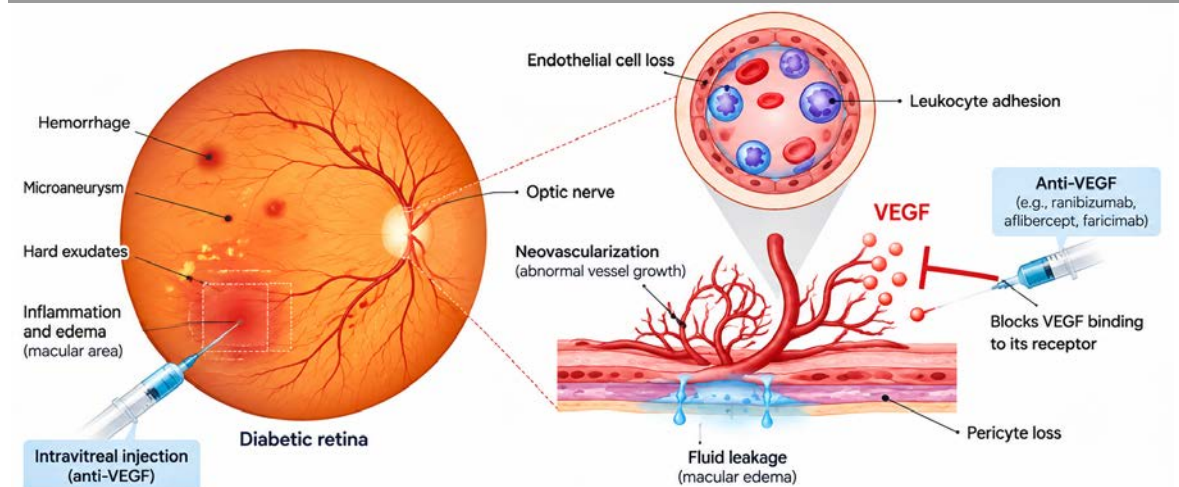
V-2. 망막질환: VEGF 억제에서 혈관 기능 회복으로

VEGF 억제로
자리잡은 표준치료,
투여 간격까지 경쟁

망막질환 치료의 중심에는 오랫동안 VEGF가 자리해왔다. VEGF(Vascular Endothelial Growth Factor)는 새로운 혈관 생성을 촉진하고 혈관 투과성을 높이는 단백질로, 과도하게 활성화되면 비정상 혈관과 망막 내 누출·부종을 유발한다. Anti-VEGF 치료제는 VEGF가 혈관내피세포의 수용체에 결합하는 것을 차단해 비정상혈관의 성장과 누출을 억제한다. 이를 통해 망막 부종을 줄이고 시력을 개선하면서 습성 황반변성(neovascular Age-related Macular Degeneration; nAMD)과 당뇨병성 황반부종(Diabetic Macular Edema; DME)의 표준치료법으로 자리잡았다. 다만 대부분 유리체강내 주사로 투여되는 만큼 반복적인 안구 내 주사와 병원 방문 부담이 커, 시력 개선 효과뿐 아니라 투여 간격을 얼마나 늘릴 수 있는지도 중요한 경쟁 요소다.

Lucentis(루센티스; Genetech)는 VEGF-A를 선택적으로 차단하며 anti-VEGF 치료의 효과를 입증했다. 이후 Eylea(아일리아; Regeneron)는 VEGF-A뿐 아니라 VEGF-B와 PlGF(VEGF 계열, 혈관신생과 염증 반응에 관여)까지 결합해 차단하는 방식으로 작용 범위를 넓혔고, 우수한 시력 개선 효과를 유지하면서 투여 간격을 연장해 시장을 빠르게 확대했다.

Fig. 18: VEGF 과활성에 따른 망막 혈관 이상과 anti-VEGF 작용 기전



Source: Regu VR et al., International Journal of Biological Macromolecules, 2025, 당사 재구성, 다올투자증권
Note: 당뇨병망막병증/DME를 예시로 한 모식도

Vabysmo, 혈관
안정화로 치료
전략을 넓히다

이후 치료 전략은 VEGF 억제제를 넘어 혈관 자체의 안정성을 높이는 방향으로 진화했다. Vabysmo(바비스모; Roche)는 VEGF-A와 Ang2를 억제해 혈관 누출을 줄이는 동시에 혈관 안정화를 유도한다. Ang-2는 혈관 안정화에 관여하는 TIE2 신호를 약화시키는 단백질로, 이를 억제하면 불안정한 혈관을 보다 안정적인 상태로 회복시킬 수 있다. Vabysmo는 시력 개선 효과를 유지하면서 최대 16주 간격 투여가 가능하다는 점을 바탕으로 빠르게 시장을 확대하며, 망막질환 치료의 경쟁축을 단순 VEGF 억제에서 혈관 안정성 개선으로 넓혔다. 이러한 흐름은 TIE2를 직접 활성화하는 차세대 치료제 개발로 이어지고 있다.

Fig. 19: VEGF 과활성에 따른 망막 혈관 이상과 anti-VEGF 작용 기전

	Lucentis	Eylea	Eylea HD	Vabysmo
개발사	Genentech/Roche	Regeneron/Bayer	Regeneron/Bayer	Roche
기전	VEGF-A 억제	VEGF-A/B·PIGF 억제	VEGF-A/B·PIGF 억제	VEGF-A·Ang-2 이중 억제
용량	0.5mg	2mg	8mg	6mg
대표 임상	MARINA 3 상	VIEW1/2 3 상	PULSAR 3 상	TENAYA/LUCERNE 3 상
대조군	모의 주사 대조군	Lucentis 0.5mg 월 1 회	Eylea 2mg 8 주 간격	Eylea 2mg 8 주 간격
시력 개선	12 개월 +7.2 letters	52 주 +8.4 letters (VIEW1/2 통합)	48 주 +6.7 / +6.2 letters (12 주 / 16 주 간격)	40~48 주 평균 +6.2 letters (TENAYA/LUCERNE 통합)
투여 간격	월 1 회	초기 3 회 월 1 회 → 8 주 간격	초기 3 회 월 1 회 → 12 주 / 16 주 간격	초기 4 회 월 1 회 → 최대 16 주 간격
투여 간격 유지	-	-	48 주까지 12 주 / 16 주 간격 유지: 79% / 77%	48 주 기준 12 주 이상 / 16 주 간격: 78.7% / 45.3%
핵심 차별점	anti-VEGF 효과 확립	효능 유지하며 투여 빈도 감소	고용량으로 지속성 추가 확대	Ang-2 추가 억제로 혈관 안정화

Source: 각 사, 다올투자증권

Note: 각 치료제는 서로 다른 임상시험 결과로 직접적인 효능 비교에는 한계가 있음. BCVA는 최대교정시력(Best Corrected Visual Acuity), ETDRS letter score 기준

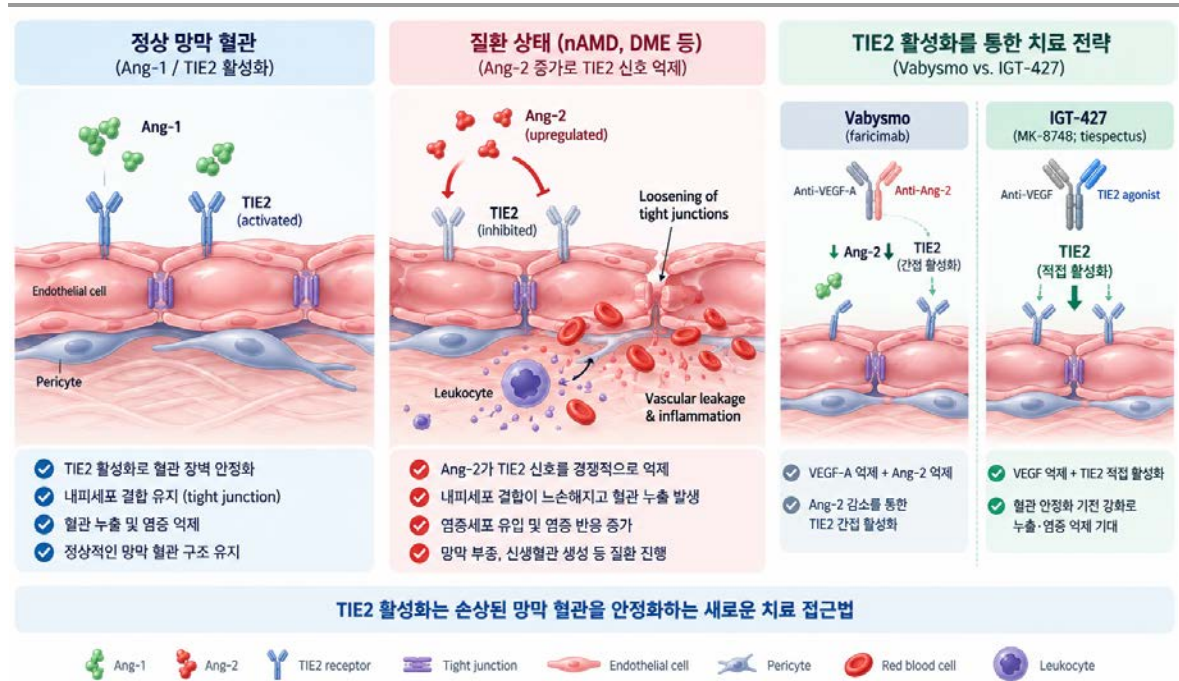
혈관 안정화를
거양한 TIE2, 국내
기술이전 성과로

TIE2는 혈관내피세포에서 발현되는 수용체로, 혈관을 안정적으로 유지하는 데 중요한 역할을 한다. TIE2가 활성화되면 혈관 누출과 염증이 줄고 망막 혈관 장벽(Blood-Retinal Barrier; BRB)이 강화된다. 이에 따라 최근에는 TIE2를 직접 활성화해 혈관 안정성을 높이려는 치료제 개발이 본격화되고 있다.

대표적인 후보물질은 인제니아테라퓨틱스의 IGT-427(MK-8748; tiespectus)이다. VEGF 억제와 TIE2 직접 활성화를 결합한 이중항체다. 2022년 전임상 단계에서 EyeBio에 L/O됐으며, 2024년 MSD의 EyeBio 인수 이후 글로벌 개발이 본격화됐다. 습성 황반변성(neovascular AMD;nAMD) 임상 1/2a상에서는 투여 1주 내 치료 반응과 4주 내 망막 구조 정상화를 확인했고, 중심망막두께(Central Subfield Thickness; CST)는 최대 218 μ m 감소, 최대교정시력(Best Corrected Visual Acuity; BCV)는 7.8 letters 개선됐다. 현재 nAMD 대상 임상 2b/3상과 당뇨병성 황반부종(DME) 환자 대상 3상을 진행 중으로, 긍정적인 결과 확인 시 후속 마일스톤 수령과 상업화에 대한 기대도 높아질 전망이다.

큐라클도 맵틱스와 함께 TIE2 활성화와 VEGF 억제를 결합한 망막질환 이중항체 MT-103(MMT-205)을 개발하고 있다. 2026년 5월 전임상 단계에서 미국 Memento Medicines에 기술이전하며 글로벌 개발 기반을 확보했다.

Fig. 20: Ang-2 증가는 TIE2 신호를 억제해 망막 혈관의 불안정성을 유발



Source: The Angiogenesis Foundation, 당사 재구성, 다올투자증권

Wnt, 혈관 장벽
회복을 위한 새로운
접근. 빅파마의 투자
이어지는 중

혈관 안정화와 함께 망막 혈관 장벽을 형성하고 유지하는 신호 자체를 회복하려는 접근도 주목받고 있다. 대표적인 타깃이 Wnt다. Wnt는 오래전부터 알려진 신호지만, 최근 망막 혈관 장벽 유지에 핵심적인 역할이 부각되면서 새로운 신약개발 타깃으로 떠오르고 있다. Wnt 신호가 약해지면 혈관 장벽이 손상돼 누출과 부종이 증가하는 반면, 이를 활성화하면 손상된 장벽을 회복할 수 있다.

이러한 가능성에 주목한 빅파마의 투자도 이어지고 있다. Boehringer Ingelheim은 2022년 전임상 단계의 Wnt/FZD4 타깃 SZN-413을 도입했다. 앞서 TIE2 후보물질 IGT-427(MK-8748)을 확보했던 EyeBio는 Wnt agonist Restoret(MK-3000)을 함께 개발하고 있었으며, MSD는 2024년 EyeBio를 최대 30억달러에 인수했다. 이를 통해 MSD는 TIE2와 Wnt 기반 차세대 망막질환 파이프라인을 동시에 확보했다.

Fig. 21: 주요 망막질환 파이프라인 기술이전 현황

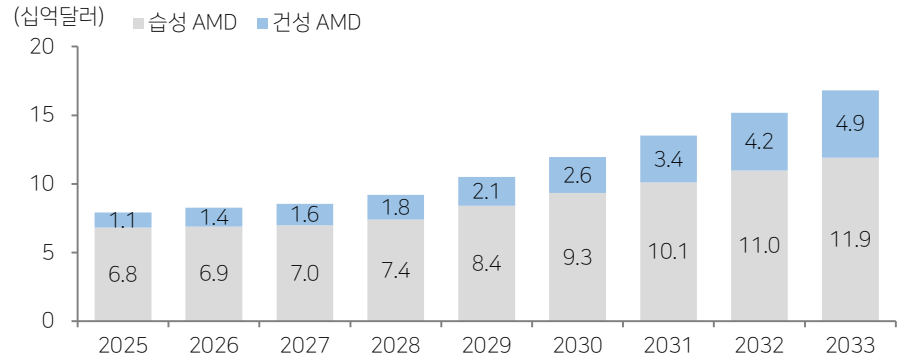
계약일자	기업명	파트너사	자산 /파이프라인	타깃	적응증	개발현황	선금금 (\$mn)	총규모 (\$mn)
2020.02	EyePoint Pharmaceuticals	Betta Pharmaceuticals	Duravyu	VEGF-A	습성 AMD	임상1상	1	50
2020.09	AVEO Oncology	Kyowa Kirin	KHK4951	VEGFR-1/2/3	습성 AMD/당뇨황반부종	-	-	3
2021.08	EyePoint Pharmaceuticals	Aerpio Pharmaceuticals	AKB-9778 등	VE-PTP/TIE2	Glaucoma 중심 개발	임상2상		0.5
2021.09	AbbVie	REGENXBIO	Sura-vec	VEGF-A	습성 AMD /당뇨망막병증	임상2상	370	1,750
2022.01	AffaMed Therapeutics	한미약품	Luminate	Integrin	당뇨황반부종/건성 AMD	임상2상	6	145
2022.02	AffaMed Therapeutics	AskGene Pharma	ASKG-712	VEGF-A/Ang-2	습성 AMD /당뇨황반부종	임상1상		
2022.10	EyeBio	인제니아테라퓨틱스	IGT-427 등	VEGF/TIE2	AMD, DME, BRVO 등	임상2/3상		720
2022.10	Boehringer Ingelheim	Surrozen	SZN-413	FZD4(Wnt)	당뇨망막병증/망막혈관질환	전임상	13	599
2024.05	Merck & Co	EyeBio	Restoret (MK-3000)	Wnt (FZD4/LRP5)	당뇨황반부종/습성 AMD	임상2상	-	3,000
2024.07	Roche	AntlerA Therapeutics	ANT-638 등	FZD/LRP	AMD, DME	전임상	-	187+a
2024.08	Santen Pharmaceutical	Cloudbreak Pharma	Nintedanib (CBT-001)	VEGFR/PDGFR/FGFR	익상편	임상3상		91
2025.02	Xiamen Amoytop Biotech	Skyline Therapeutics	SKG0106	VEGF	습성 AMD	임상1/2상	-	58
2025.08	Santen Pharmaceutical	RemeGen	RC28	VEGF/FGF	당뇨황반부종/습성 AMD	임상2상	35	182
2025.09	China Medical System	Jingze Biopharmaceutical	JZB05(독점 상업화 계약)	VEGF-A/PIGF	안과질환(세부 미공개)	전임상		
2025.09	Ollin Biosciences	Innovent Biologics	IBI324	VEGF/ANG-2	안과질환(세부 미공개)	임상1상		
2025.10	Visara	AskGene Pharma	ASKG712 (VIS-101)	VEGF-A/Ang-2	습성 AMD /당뇨황반부종	-	7	96
2025.10	Otsuka	4D Molecular Therapeutics	4D-150	VEGF-A /VEGF-C	AMD, DME	임상3상	85	421
2025.10	Eli Lilly	Adverum Biotechnologies	Ixo-vec (ADVM-022)	VEGF-A	습성 AMD	임상3상	-	
2025.10	Everest Medicines	NovaBridge Biosciences	ASKG-712	VEGF-A/Ang-2	습성 AMD/당뇨황반부종	임상2상		89
2026.05	큐라클/MabTics	Memento Medicines	MT-103 / MMT-205	VEGF/Ang-2/TIE2	습성 AMD, DME 등 망막질환	전임상	8	1,078

Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

성장하는 황반변성
시장, 관건은 치료의
차별화

글로벌 황반변성 치료제 시장은 2025년 약 79억달러에서 2033년 약 168억달러로 확대될 전망이다. 이 가운데 습성 황반변성 시장은 같은 기간 68억달러에서 119억달러로 성장할 것으로 예상된다. TIE2·Wnt 기반 치료제는 기존 치료 대비 시력 개선 효과와 투여 부담 완화에서 차별성을 입증할 경우, 성장하는 시장에서 새로운 치료 옵션으로 자리잡을 수 있다.

Fig. 22: 꾸준히 성장하는 황반변성 치료제 시장, 관건은 경쟁축의 이동



Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

V-3. 항암: 공략 가능한 타깃의 범위를 넓히다

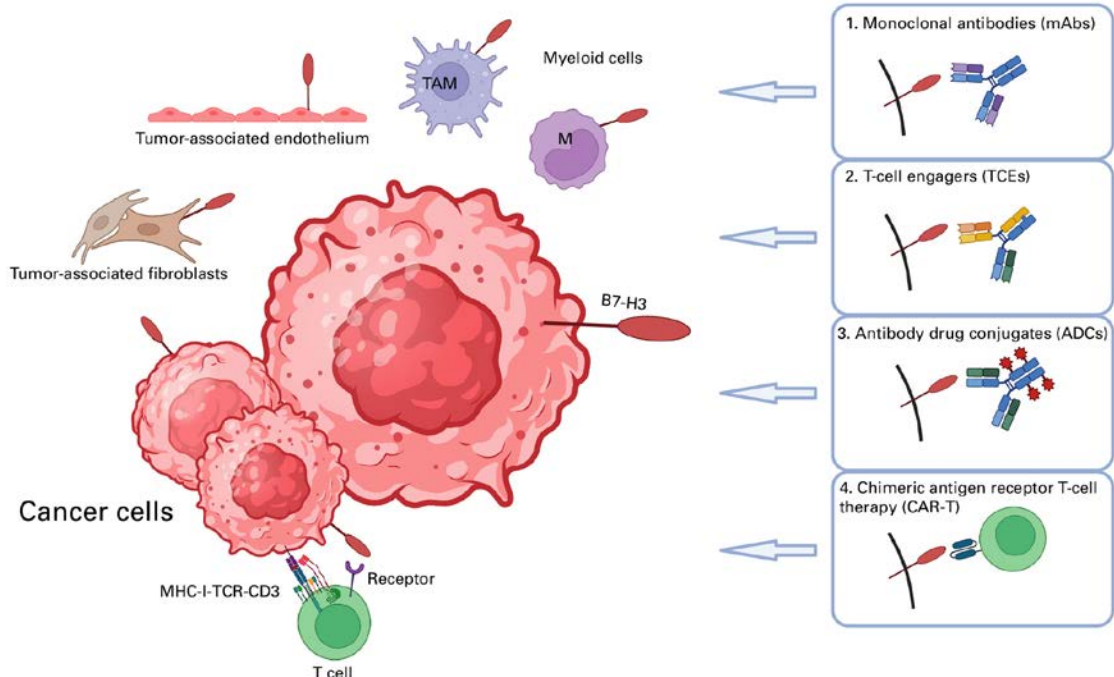
새로운 타깃과
모달리티로 넓어지는
항암 치료

항암제 개발에서도 새로운 타깃을 찾으려는 움직임이 이어지고 있다. PD-(L)1, HER2, EGFR 등 검증된 타깃을 중심으로 치료 성과가 크게 개선됐지만, 여전히 치료에 반응하지 않거나 치료 과정에서 내성이 발생하는 환자가 남아있다. 이에 따라 최근에는 기존 타깃을 반복적으로 공략하는 것을 넘어, 새로운 종양 항원과 암세포의 특이적 취약점을 발굴하려는 개발이 확대되고 있다. ADC(Antibody Drug Conjugate; 항체-약물 접합체), TCE(T-cell Engager; T세포 유도체) 등 모달리티의 발전도 과거에는 접근하기 어려웠던 타깃의 치료 가능성을 높이고 있다.

다양한 고형암을
겨냥하는 ADC 타깃,
B7-H3

새로운 종양 항원 가운데에서는 B7-H3가 빠르게 부상하고 있다. B7-H3는 암세포 표면에 발현되는 막단백질로, 종양의 면역회피와 침윤 등에 관여하는 것으로 알려져있다. 소세포폐암, 전립선암, 유방암 등 다양한 고형암에서 높은 발현을 보이는 반면 성장조직에서는 상대적으로 발현이 낮다. 또한 항체 결합 후 세포 내부로 유입되는 특성도 있어 세포독성 페이로드(payload)를 전달하는 ADC에 적합한 타깃으로 평가받고 있다. 이에 따라 ADC 기술의 발전과 함께 치료 타깃으로서의 가치도 높아지고 있다.

Fig. 23: B7-H3를 활용한 다양한 항암 치료 접근



Source: Huang B, Chen L, Journal of Clinical Oncology, 2026, 다올투자증권

I-DXd,
소세포폐암에서
확인한 항암 활성과
안전성 과제

Daiichi Sankyo와 MSD가 개발 중인 B7-H3 ADC ifinatamab deruxtecan(I-DXd; 이파나타맙 데룩스테칸)은 이전 치료를 받은 소세포폐암 환자 대상 임상 2상에서 객관적 반응률(Overall response rate; ORR) 48.2%, 무진행 생존기간 중앙값(Median progression free survival; mPFS) 4.9개월을 기록하며 초기 임상적 가능성을 확인했다. 3등급 이상 치료관련 이상반응은 36.5%였으며, 오심·빈혈·호중구감소증 등이 주로 관찰됐다. 다만 DXd 계열의 주요 안전성 이슈인 간질성 폐질환(Interstitial lung Disease; ILD)는 12.4%(3등급 이상 4.4%)로 확인돼 지속적인 모니터링이 필요하다.

상업화에 다가서는
B7-H3, 빅파마의
투자도 확대

임상 데이터가 축적되면서 B7-H3를 확보하려는 빅파마의 투자도 확대되고 있다. MSD는 2023년 Daiichi Sankyo의 I-DXd를 포함한 3개 ADC 파이프라인에 최대 220억달러 규모로 공동개발 계약을 체결했고, GSK도 같은 해 Hansoh의 B7-H3 ADC HS-20093(Ris-Rez)을 최대 17.1억달러(계약금 1.85억달러) 규모로 도입했다. 2026년에는 Roche가 MediLink의 B7-H3 ADC YL201(Tam-Peli)을 계약금 및 단기 마일스톤 5.7억달러에 확보했다. YL201은 최근 세계폐암학회(WCLC) 2026에서 공개된 중국 재발성 소세포폐암 대상 3상 중간결과에서 기존 표준치료제 Topotecan(토포테칸) 대비 mOS(전체생존기간 중앙값)를 9.4개월에서 13.3개월로 연장했다. 이를 바탕으로 Roche는 글로벌 임상3상을 추진할 계획이다.

이처럼 빅파마의 투자와 후기 임상 진전이 이어지며, B7-H3는 신규 타깃 발굴 단계를 넘어 상업화를 앞둔 치료 축으로 자리잡고 있다.

Fig. 24: 주요 B7-H3 타깃 파이프라인 개발 현황

자산	개발사	주요 적응증	개발 단계	주요 데이터/특징	주요 거래
I-DXd	Daiichi Sankyo / MSD	SCLC, 전립선암, 식도암 등	SCLC 3상 / 미국 BLA 우선심사	SCLC ORR 48.2%, mPFS 4.9 개월	2023 MSD 공동개발, 선급금 \$1.5bn, 마일스톤 최대 \$5.5bn
Ris-Rez (HS-20093)	Hansoh / GSK	SCLC, NSCLC, 골육종 등	SCLC 3상 / 중국 승인(26.09)	중국 SCLC 3상 OS 개선 : mOS 18.5 개월 vs 토포테칸 10.3 개월	2023 GSK L/O, 선급금 \$185mn, 마일스톤 최대 \$1.525bn
Tam-Peli (YL201)	MediLink / Roche	SCLC, 비인두암 등	SCLC 3상 / 중국 허가 심사 비인두암 3상 / 중국 승인	중국 SCLC·비인두암 3상 긍정적 결과. SCLC 3상 중간분석: mOS 13.3 개월 vs 토포테칸 9.4 개월(HR 0.46)	2026 Roche L/O, 선급금+단기 마일스톤 \$570mn
Elfetabart drozuntecan (BNT324 /DB-1311)	DualityBio / BioNTech	mCRPC, 폐암 등	3상	10 개 이상 암종, 1,000 명+ 투여	2023 BioNTech L/O, 선급금 \$170mn, 마일스톤 \$1.5bn (DB-1303 + DB-1311 두 자산 합산)
Vobramitamab duocarmazine	MacroGenics	mCRPC 등	개발 중단	초기 효능 확인했으나 독성·효능 한계	-

Source: 각 사, 다올투자증권

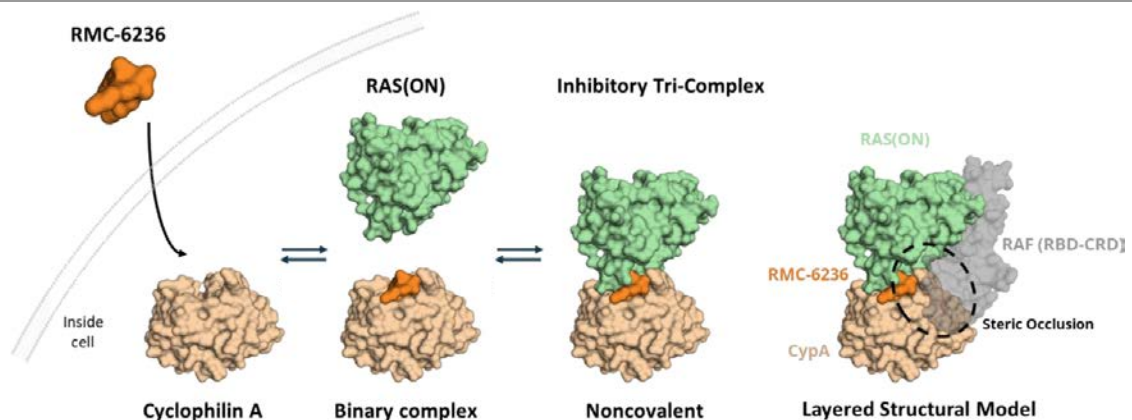
RAS, 공략하기
어려웠던 타깃에서
치료 기회로

새로운 타깃의 기회는 새롭게 발견된 단백질에 국한되지 않는다. 오랫동안 알려졌지만 치료제로 공략하기 어려웠던 타깃도 다시 주목받고 있다. 대표적인 예가 RAS다. RAS는 세포 성장과 증식을 조절하는 단백질로, KRAS를 비롯한 RAS 변이는 다양한 암에서 주요 발암 원인으로 알려져 있다. 하지만 단백질 표면에 약물이 결합할 공간이 뚜렷하지 않아 오랫동안 직접 저해하기 어려웠다. 이후 KRAS G12C 저해제가 등장하며 전환점을 맞았다. G12C는 KRAS 단백질의 12번째 아미노산 글라이신(G)에서 시스테인(C)으로 바뀐 변이다. 이 변화로 약물이 결합할 수 있는 새로운 지점이 생기면서 KRAS를 직접 억제할 수 있게 됐다. 이를 기반으로 sotorasib(소토라십; Amgen)과 adagrasib(아다그라십; BMS)이 상업화에 성공했다. 다만 G12C 저해제는 해당 변이 환자에게만 사용할 수 있고, 활성화된 RAS는 충분히 억제하기 어렵다는 한계가 있었다.

G12C를 넘어 다양한
변이를 겨냥하는
RAS(ON)

이를 넘어 최근에는 RAS가 활성화돼 암 신호를 전달하는 상태인 RAS(ON)를 직접 공략하는 저해제가 등장했다. 대표적인 daraxonrasib(다락손라십; Revolution Medicines)은 세포 내 보조 단백질을 이용해 활성화된 RAS에 결합하고, 암 성장 신호의 전달을 차단한다. 기존 G12C 저해제와 달리 G12D·G12V·G12R 등 다양한 RAS 변이를 동시에 억제할 수 있다는 점이 차별점이다. 전이성 췌장암 3상에서 전체생존기간을 기존 항암화학요법의 6.7개월에서 13.2개월로 연장했으며, 이를 기반으로 2026년 8월 FDA 승인을 받아 최초의 RAS(ON) 저해제로 상업화에 성공했다.

Fig. 25: Daraxonrasib, 활성화된 RAS의 성장 신호를 물리적으로 차단

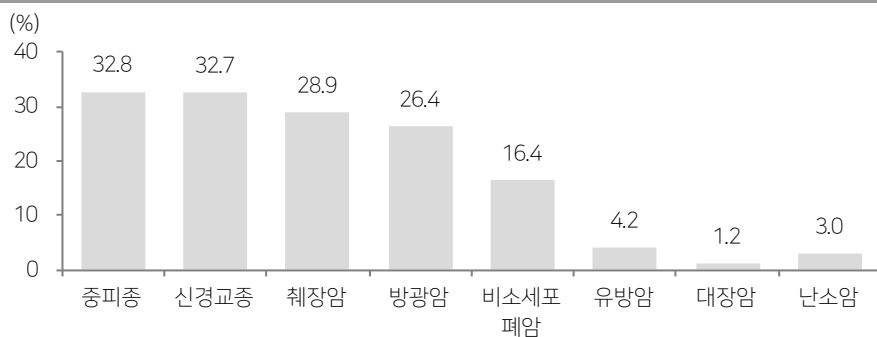


Source: Cregg et al., Journal of Medicinal Chemistry (2025), Revolution Medicines, 다올투자증권
Note: RMC-6236은 daraxonrasib(다락손라십)의 개발 코드명

유전자 소실이 만든
약점, 새로운 치료
타겟으로

새로운 타겟을 찾는 또 다른 방법은 암세포가 형성되는 과정에서 생긴 약점을 이용하는 것이다. 암세포에서는 종양의 성장을 억제하는 CDKN2A 유전자가 포함된 염색체 구간이 없어지는 경우가 있다. 이 과정에서 바로 옆에 위치한 MTAP 유전자까지 함께 소실되는데, 이는 암세포의 새로운 약점으로 작용한다. 대규모 유전체 분석에 따르면 전체 고형암의 11%에서 MTAP 결손이 관찰되며, 특히 중피종(32.8%), 췌장암(28.9%), 방광암(26.4%), 비소세포폐암(16.4%) 등에서 결손 빈도가 높게 나타난다. MTAP이 소실되면 세포 내에 대사를 방해하는 물질이 쌓여 암세포의 성장과 생존에 필요한 PRMT5 기능이 약해진다. 이에 암세포는 PRMT5 작동에 필요한 재료를 만드는 MAT2A 효소에 더욱 의존하게 된다. 따라서 MAT2A를 억제하면 정상세포에 미치는 영향은 줄이면서 MTAP 결손 암세포를 선택적으로 사멸시킬 수 있다.

Fig. 26: 암종에 따라 갈리는 MTAP 결손 빈도



Source: Pavlick et al., JCO Precision Oncology (2026), 다올투자증권

기술이전과 초기
효능으로 관심
높아진 MAT2A

MAT2A에 대한 제약사의 관심도 높아지고 있다. Gilead Sciences는 2025년 전임상 단계였던 Genhouse의 MAT2A 저해제 GH31을 계약금 8,000만달러, 총 계약규모 15.3억달러에 도입했다. 임상에서는 IDEYA Biosciences의 IDE397이 가장 앞서있다. MTAP 결손 방광암 및 비소세포폐암 환자 대상 임상1/2상 단독요법에서 객관적반응률(ORR) 33%(9/27), 질병통제율(Disease control rate; DCR) 93%(25/27)를 기록했다. Gilead의 TROP-2 ADC Trodelvy(트로델비) 및 자체 PRMT5 저해제 IDE892와의 병용요법도 개발 중이다. 반면 Servier의 AG-270과 BeOne Medicines의 BG-89894의 개발이 중단됐다. 따라서 IDE397의 후속 임상에서 효능의 재현성과 지속성이 확인되는지가 MAT2A의 타깃 가치를 결정할 전망이다.

Fig. 27: 주요 MAT2A 저해제 개발 현황

기업	파이프라인	개발 단계	개발 현황
IDEAYA Biosciences	IDE397	임상 1/2 상	단독요법 ORR 33%, DCR 93%(2024년 발표 자료); Trodelvy·IDE892 병용 개발
Servier	S095035	임상 1/2 상	MTAP 결손 고형암 대상 개발 AG-270을 이은 차세대 MAT2A 저해제
Servier	S095033 (AG-270)	개발 중단	Agios에서 인수한 MAT2A 저해제. 임상 1상 이후 개발 중단
Insilico Medicine	ISM3412	임상 1 상	고형암 대상 글로벌 임상 진행
BeOne Medicines	BG-89894(SYH2039)	임상 1 상	2024년 CSPC에서 글로벌 권리 도입, 2026년 4월 개발 중단
Gilead Sciences/Genhouse	GH31	전임상	2025년 Gilead가 글로벌 권리 도입

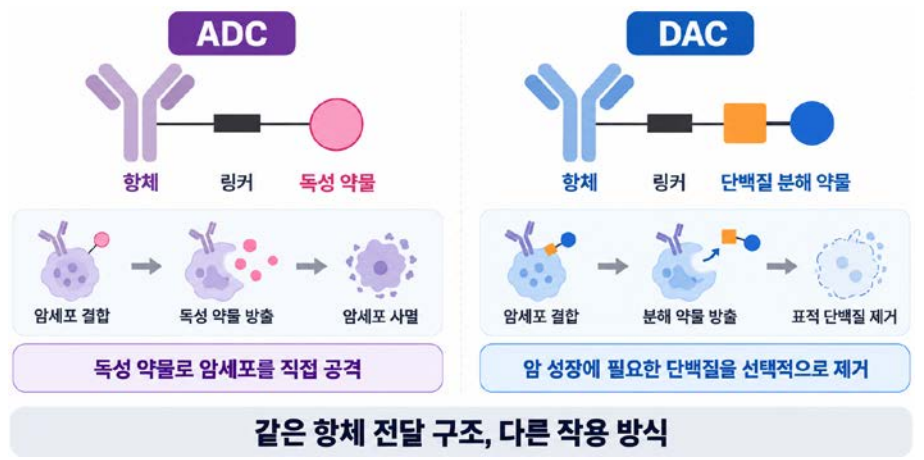
Source: 각 사, 다올투자증권

DAC, 암세포 안의
단백질을 골라
없애다

새로운 타깃을 공략하는 방식도 진화하고 있다. DAC(Degrader-Antibody Conjugate)은 특정 암세포를 찾아가는 항체와 질병 유발 단백질을 제거하는 분해 약물을 결합한 치료제다. 항체가 암세포 표면의 단백질을 찾아 결합하면 세포 안으로 들어가 분해 약물이 방출된다. 분해 약물은 암의 성장에 필요한 단백질에 제거 표지를 붙여 세포가 이를 분해하도록 유도한다.

항체를 이용해 암세포에 약물을 전달한다는 점에서는 ADC와 유사하지만 작용 방식은 다르다. ADC가 세포를 공격하는 독성 약물을 전달한다면, DAC은 특정 단백질을 제거하는 약물을 전달한다. 이처럼 전달할 세포뿐 아니라 제거할 단백질까지 선택해 항암 효과를 높이면서 부작용을 줄이는 것이 목표다.

Fig. 28: ADC와 DAC의 구조 및 작용 방식 비교



Source: 다올투자증권

DAC 확보에 나선
빅파마, 다음은
효능과 안전성 검증

아직 임상 개발은 초기 단계지만 빅파마의 투자는 확대되고 있다. BMS는 2023년 오름테라퓨틱스의 CD33 표적 DAC ORM-6151을 계약금 1억달러, 총 1.8억달러에 인수했다. ORM-6151은 CD33 표적 항체에 GSPT1 단백질을 제거하는 분해제를 결합한 DAC이다. 현재 코드명 BMS-986497으로 급성골수성백혈병과 골수이형성증후군 대상 임상1상을 진행하고 있다. 2027년 2월 1차 평가 종료에 예정되어 1H27 데이터 공개가 예상되나, 구체적인 발표 일정은 아직 공개되지 않았다.

개별 약물뿐 아니라 DAC 개발 기술을 확보하려는 투자도 이어지고 있다. Roche는 2026년 4월 C4 Therapeutics와 계약금 2,000만달러, 마일스톤 10억달러 이상 규모의 DAC 공동개발 계약을 체결했다. C4가 분해제를 설계하고 Roche가 항체 선정과 접합을 담당하는 구조다. 같은 해 7월 J&J도 Firefly Bio를 10억달러 규모로 인수하며 DAC 플랫폼을 확보했다. 다만 기술 확보를 위한 투자가 임상적 성공을 의미하는 것은 아니다. 향후 임상에서 충분한 항암 효과를 유지하면서 부작용을 줄일 수 있는지가 DAC의 경쟁력을 결정할 전망이다.

Fig. 29: 글로벌 DAC 기술이전 및 M&A 계약 현황

후보물질·프로그램	개발사(파트너사)	항체 표적	분해 대상	주요 적응증	개발 단계	비고
BMS-986497 (ORM-6151)	Orum (BMS)	CD33	GSPT1	AML·MDS	임상 1 상	BMS가 2023년 도입: 계약금 1억달러, 총 1.8억달러
ORM-1153	Orum	CD123	GSPT1	AML 등 혈액암	미국 IND 승인, 1상 진입 예정	오름 자체 개발
HDZ-C123A	Hangzhou Hertz Pharmaceutical	CD123	GSPT1	AML	전임상	Hangzhou 자체 개발
BLB-201	Baylink/Asieris	CD123	GSPT1	AML	전임상	Baylink-Asieris 공동개발
ADC-2419	CSPC	CD38	IKZF1/3	다발성 골수종	전임상	CSPC 자체 개발
SMARCA DAC	Prelude (AbCellera)	비공개	SMARCA2/4	고형암	전임상	Prelude-AbCellera 공동개발
비공개 DAC 프로그램	C4 Therapeutics (Roche)	비공개	비공개	항암	공동연구	C4-Roche: 2026년 계약금 2,000만달러, 마일스톤 10억달러 이상
비공개 DAC 프로그램	C4 Therapeutics (MSD)	비공개	비공개	항암	공동연구	C4-MSD: 2023년 계약금 1,000만달러, 모든 옵션 행사 시 최대 약 25억달러
비공개 DAC 플랫폼	Nurix (Seagen)	비공개	비공개	항암	공동연구	Nurix-Seagen: 2023년 계약금 6,000만달러, 총 약 34.6억달러
DAC 플랫폼	Firefly Bio (J&J)	비공개	비공개	KRAS 변이 암	플랫폼 확보	J&J가 Firefly Bio를 2026년 현금 10억달러에 인수

Source: 각 사, 다올투자증권

DAC,
항체·링커·분해제의
조합이 경쟁력을
좌우

현재 개발 중인 DAC에서 가장 활발히 활용되는 분해 표적 중 하나는 GSPT1(G1 to S phase transition 1)이다. GSPT1은 세포의 단백질 생산 과정에 필요한 단백질로, 이를 제거하면 암세포의 생존력이 빠르게 떨어질 수 있다. 다만 정상세포에도 필요한 단백질인 만큼, 분해제가 정상세포에까지 작용하면 독성이 발생할 수 있다. 이에 DAC은 항체를 활용해 분해제를 암세포에 선택적으로 전달하고 정상세포의 독성 부담을 줄이는 것을 목표로 한다. 오름의 ORM-6151과 후속 후보물질 ORM-1153은 각각 CD33, CD123 항체에 GSPT1 분해제를 결합해 혈액암 치료제로 개발되고 있다.

분해 표적은 GSPT1에 국한된 것은 아니다. 암세포의 유전자 조절과 증식에 관여하는 SMARCA2/4, CDK9 등을 분해하는 DAC 페이로드도 개발되고 있다. 같은 분해제라도 어떤 암세포 표적 항체를 사용하는지, 혈액에서는 안정적으로 유지되다가 세포 안에서 약물을 방출하도록 링커를 어떻게 설계하는지에 따라 효과와 부작용이 달라진다. 결국 DAC의 경쟁력은 항체·링커·분해제의 최적 조합을 찾는 데 달려 있다.

Fig. 30: DAC 개발의 분해 표적 다변화

분해 대상 단백질	대표 적용 사례	주요 암종	개발 단계	의미
GSPT1	CD33·CD123 표적 DAC	AML·MDS	임상 1 상~전임상	강한 항암 효과가 기대되지만 정상세포 독성 관리가 핵심
IKZF1/3	CD38 표적 DAC	다발성골수종	전임상	혈액암에서 검증된 표적을 DAC 로 선택 전달
SMARCA2/4	항체 결합 DAC	고형암	전임상	기존 약물로는 충분히 억제하기 어려운 유전자 조절 단백질 공략
CDK9	항체 결합 DAC	고형암·혈액암	전임상	암세포의 전사·증식 신호를 겨냥한 차세대 분해 페이로드

Source: AACR 2026, 다올투자증권

VI. K-바이오 관전 포인트

차별화된 타겟과
플랫폼, 승부처는
1H27

새로운 타겟을 보유한 기업 가운데 기존 치료와의 차별성을 뒷받침하는 데이터와 구체적인 개발 계획을 갖춘 기업에 주목한다. 신규 타겟은 효능과 안전성을 검증해야 하는 부담이 크지만, 기존 치료의 한계를 보완할 가능성이 확인되면 초기 단계에서도 기술이전으로 이어질 수 있다. 따라서 개발 단계뿐 아니라 어떤 근거로 차별화를 기대할 수 있을지를 함께 살펴볼 필요가 있다.

국내에서도 새로운 타겟을 활용한 후보물질 개발이 이어지고 있다. 한미약품은 UCN2, 올릭스는 ALK7을 통해 비만 치료의 차별화를 추진하고 있으며, 인제니아테라퓨틱스는 TIE2 활성화를 통해 기존 VEGF 억제 치료의 한계를 보완하고자 한다. 특히 한미약품의 UCN2 후보물질 HM17321이 Genentech(Roche)에 기술이전된 사례는 새로운 타겟이라도 기존 치료와 차별화할 가능성이 있다면 빅파마가 초기부터 확보에 나설 수 있음을 보여준다.

새로운 타겟의 가치를 높이려면 약물을 어디에 전달하고 어떻게 작용하게 할지도 중요하다. 오름테라퓨틱스는 항체와 단백질 분해제를 결합한 DAC으로 암세포를 선택적으로 사멸시키는 치료제를 개발하고 있다. 리가켄바이오는 ADC 기술을 ROR1, B7-H4, L1CAM 등 다양한 타겟에 적용하고 있으며, 에이비엘바이오는 이중항체와 이중항체 ADC로 두 타겟을 함께 공략하는 한편, BBB 셔틀을 활용하여 뇌 내 약물 전달 기술도 개발하고 있다. 이들은 보유 기술을 다양한 타겟에 적용해 후속 파이프라인을 개발할 수 있다는 강점이 있다.

기업별 투자 시점은 임상 진입과 데이터 발표 등 개발 일정에 따라 달라질 수 있다. 주요 일정은 1H27에 집중돼있다. 한미약품은 HM17321(LA-UCN2)의 임상1상 완료, 올릭스는 OLX501A(ALK7) 임상1상 진입을 목표로 한다. 오름테라퓨틱스의 ORM-6151(BMS-986497; CD33-GSPT1)은 1Q27 임상1상 1차 평가 종료 예정으로, 한미약품과 함께 초기 임상 결과 공개 시점에 주목할 필요가 있다. 인제니아테라퓨틱스의 IGT-427(TIE2 x VEGF)은 2028년 데이터 확인이 예상된다. 개발 일정과 결과에 따라 선별적 접근이 필요하며, 긍정적인 임상 결과와 후속 개발 성과가 쌓일수록 개별 신약뿐 아니라 기업의 연구개발 역량에 대한 평가도 높아질 수 있다.

Fig. 31: 국내 기업 투자포인트, 2027 모멘텀 정리 테이블

기업	한미약품	올릭스
투자의견	BUY	Not Rated
적정주가	720,000원 (상향)	N/A
증가 (시가총액)	474,000원 (60,724억원)	100,100원 (21,084억원)
상승여력	51.9%	N/A
투자포인트	- HM17321 기술이전으로 비만 R&D 경쟁력 검증, Roche 후속 개발에 따른 가치 상승 기대 - HM15275 임상2상 성과 확인 시 추가 기술이전 및 비만 파이프라인 재평가 가능	- OLX501A, GLP-1 병용 시 지방 감소·제지방 보존 차별화 입증 시 플랫폼 가치 상승 - OLX104C 임상 진전과 로레알 협력 확대, OLX702A의 Lilly 후속 개발 성과에 따라 OASIS- Skin·Liver·Adipose 플랫폼 가치 재평가 가능
2027년 모멘텀	- HM15275(LA-TRIA; 비만) 임상2상 종료 및 데이터 확보 - HM17321(LA-UCN2; 비만) 임상1상 데이터 확보 및 Roche 주도 후속 임상 진입 기대 - 에페글레나타이드(비만), 국내 출시 후 처방매출 확진	- OLX501A(ALK7; 비만), 1H27 임상1상 IND 및 임상진입 목표 - OLX104C(AR; 탈모) 임상2a상 진행 및 데이터 확보 - OLX702A(MARC1; MASH), Lilly 주도 후속 임상 진입 및 마일스톤 수취 기대
핵심 확인 사항	HM17321의 사람 대상 지방 감소·제지방 보존 또는 증가 가능성 및 안전성	OLX501A의 임상 진입 이후 ALK7 억제·지방 감소 효과와 약효 지속성
기업	인제니아테라퓨틱스	오름테라퓨틱
투자의견	Not Rated	Not Rated
적정주가	N/A	N/A
증가 (시가총액)	14,250원 (7,046억원)	49,950원 (10,849억원)
상승여력	N/A	N/A
투자포인트	- IGT-427의 총 4건 후기임상 진행중. 아일리아 대비 효능·투여간격 차별화 입증 시, Best-in-class 가능 - CKD·녹내장·항암 후속 자산 성과에 따라 TIE body, LCIDEC 플랫폼 가치 상승	- ORM-6151의 BMS 임상1상과 ORM-1153 임상 진입으로 유효성/안전성 확인 시 GSPT1 기반 후속 파이프라인 가치 재평가 가능 - 혈액암에서 고형암으로 적응증 확장, 신규 분해 타깃으로 플랫폼 확장성 검증 가능
2027년 모멘텀	- IGT-302(TIE2; 녹내장), 임상1상 진입 목표 - IGT-303(TIE2; CKD) 임상2a상 데이터 확보	- ORM-6151(CD33; AML) 임상1상 진전. 초기 PoC 확인 시, BMS 잔여 마일스톤 및 플랫폼 가치 상승 - ORM-1153(CD123; AML) 초기 임상 데이터 기대 - ORM-1023(고형암) 1H27 전임상 데이터 공개
핵심 확인 사항	IGT-427의 아일리아 대비 시력 개선 효과와 투여 간격 연장 가능성	ORM-6151·ORM-1153의 안전성과 초기 항암 효과

Source: 각 사, 다올투자증권

비만

안과

RNA

항암

VII. 종목별 투자의견

한미약품 (128940) _ Top Pick

올릭스 (226950)

인제니아테라퓨틱스 (950260)

오름테라퓨틱 (475830)

한미약품

(128940)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	720,000	690,000	상향

Earnings

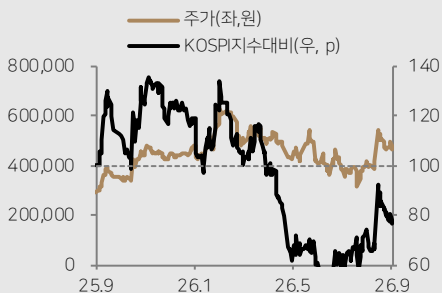
Stock Information

현재가 (9/14)	474,000원
예상 주가상승률	51.9%
시가총액	60,724억원
비중(KOSPI내)	0.11%
발행주식수	12,811천주
52주 최저가 / 최고가	292,000 - 626,000원
3개월 일평균거래대금	559억원
외국인 지분율	13.7%
주요주주지분율(%)	
한미사이언스 (외 7인)	49.6
국민연금공단 (외 1인)	9.9
자사주 (외 1인)	0.9

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	34.2	18.7	19.1
PBR(배)	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA(배)	16.9	11.1	11.2
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	18.9	(4.5)	60.1	4.9
KOSPI 대비 상대수익률(%)	23.2	(26.3)	(36.7)	(53.7)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

비만 신약, 하나로 끝나지 않는다

Issue

국내 비만 치료제 파이프라인 선두주자. 적정주가 상향

Pitch

HM17321의 Roche 기술이전으로 비만 신약 개발 역량 확인. Roche 파이프라인과의 병용 가능성을 반영해 신약가치 상향. 2027년 HM17321·HM15275 임상 데이터 및 추가 기술이전 기대감 유효. 투자의견 BUY 유지, 적정주가 72만원으로 상향

Rationale

- HM17321(LA-UCN2)은 지방 감소와 근육 증가를 함께 겨냥한 차세대 비만 치료제. 임상1상 단계에서 Genentech (Roche)에 기술이전되며 기전적 차별성과 병용 가능성 입증. Roche의 GLP-1·아밀린 계열과의 병용을 고려해 추정 시장을 글로벌 비만 환자 전반으로 확대하고 신약가치를 약 1조원으로 상향. 2027년 1상 데이터에서 초기 체성분 개선 가능성 확인 기대
- 후속 삼중작용제 HM15275(LA-TRIA)는 1H27 임상2상 종료 예상. 양호한 내약성과 체중 감량 효과 확인 시 추가 기술이전 기대감 확대 전망
- 연내 MASH 파이프라인 에피노페그듀타이드(MSD)·에포시 페그트루타이드의 임상2상 데이터 발표 가능성. 결과에 따른 신약가치 재평가가 단기 주가 변수로 작용할 전망

Earnings Forecasts

(단위:십억원,%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	1,491	1,496	1,548	1,809	1,925	2,026	2,244
영업이익	221	216	258	443	421	373	431
EBITDA	319	314	357	547	535	491	551
지배주주순이익	146	121	170	325	318	280	326
순차입금	408	303	233	(6)	(100)	(241)	(494)
매출증가율	12.0	0.3	3.5	16.9	6.4	5.3	10.7
영업이익률	14.8	14.5	16.7	24.5	21.9	18.4	19.2
지배주주순이익률	9.8	8.1	11.0	17.9	16.5	13.8	14.5
EPS증가율	76.6	(17.0)	39.8	91.4	(2.0)	(11.8)	16.1
ROE	18.1	13.8	16.0	26.0	23.0	18.2	18.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. Valuation

적정주가 720,000원으로 상향

한미약품에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 적정주가를 720,000원으로 상향한다. 적정주가는 영업가치 5.2조원과 5개 파이프라인의 비영업가치 약 4조원을 합산한 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식으로 산출했다. 영업가치는 일회성 계약금을 제외한 12M Fwd 정상화 EBITDA 3,522억원에 적정 EV/EBITDA 15배를 적용해 산출했으며, 적정 멀티플은 국내 대형제약사 Peer 평균값이다.

비영업가치는 MASH 및 비만 파이프라인의 가치를 반영했다. 최근 Genetech(Roche)에 기술이전된 차세대 비만 치료제 HM17321은 UCN2 기반 비만 치료제로, 기존 GLP-1 치료에서 나타나는 근육 감소를 보완하는 기전을 갖는다. Roche의 자체 비만 파이프라인과의 병용 개발 가능성을 고려해 추정 대상 시장을 기존 근감소증 동반 비만 환자에서 글로벌 비만 환자 전반으로 확대했다. 이에 따라 HM17321의 가치를 기존 6,396억원에서 1조 740억원으로 상향했다. 향후 임상 진전 및 추가 기술이전에 따른 기업가치 재평가 여력도 유효하다.

Fig. 1: 한미약품의 SOTP(Sum-of-the-parts) 밸류에이션

구분	기업가치(십억원) 변경 후	기업가치(십억원) 변경 전	비고
1. 영업가치(A)	5,178	5,334	12M Fwd 정상화 EBITDA에 Target EV/EBITDA 15배 적용
2. 비영업가치(B)	3,977	3,521	신약가치 재산정
에페글레나타이드	509	509	
HM12525A(Dual Agonist)	568	568	
HM15211(Triple Agonist)	561	561	
HM15275(LA-TRIA)	648	648	
HM17321(LA-UCN2)	1,074	640	
HM15912(LAPS GLP-2 Analog)	595	595	
순차입금(C)	(6)	99	2026년말 기준
주주가치(D=A+B-C)	9,160	8,757	
발행주식수(E, 천주)	12,689	12,689	자사주 제외
적정주가(D/E, 원)	721,901	690,092	
적정주가(원)	720,000	690,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 2: HM17321(LA-UCN2) 신약 가치

(단위: \$mn/십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	...	2041E
미국 비만 성인(BMI≥30) 인구(만명)	9,390	9,437	9,484	9,532	9,579		10,119
약물치료 전환율(22%)	2,066	2,076	2,087	2,097	2,107		2,226
개발 단계	PH1	PH2		PH3			
HM17321 Sales(US)							11,683
MS							10%
HM17321 Sales(Global)							17,974
Milestones	190.0	126.9		169.2			
경상로열티							2,337
한미약품 Milestones&로열티(원화환산)	266.0	177.7	-	236.9	-		3,271.2
NOPLAT	213	142	-	190	-		2,617
Sum of NPV	7,366						
Terminal Value	12,364						
PV of Terminal value	3,371						
Total PV value	10,737						
전체 가치(임상 성공률 10%)	1,074						

Source: 다올투자증권

Note: peak M/S 10%, US 매출 비중 65% 가정하여 Global Sales로 환산, 로열티율은 매출 규모에 따라 8~13% 단계적으로 상승하는 것으로 가정
WACC 9.05%, 영구성장률 -10%, 환율 1,400원/달러로 가정

Fig. 3: 한미약품 실적 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
연결매출	390.9	361.3	362.3	433.0	392.9	467.2	447.7	500.7	1,547.5	1,808.6
YoY	(3.2)	(4.5)	0.1	23.1	0.5	29.3	23.6	15.6	3.5	16.9
별도매출	295.0	276.4	269.1	306.1	285.2	407.0	367.4	399.3	1,146.6	1,458.9
제품	257.4	233.1	228.0	250.5	229.6	237.4	248.8	271.6	969.0	987.4
상품	31.1	33.5	31.4	37.1	49.9	51.9	40.8	43.8	133.1	186.3
기술수출 및 기타	6.5	9.8	9.7	18.5	5.7	117.7	77.8	83.9	44.5	285.2
북경한미	96.5	86.7	94.1	125.1	106.4	60.7	78.5	94.8	402.4	340.4
YoY	(24.4)	(12.2)	11.6	67.0	10.2	(30.0)	(16.6)	(24.2)	4.4	(15.4)
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	21.7	24.0	25.8	30.1	91.3	101.7
YoY	(8.1)	(32.9)	(40.9)	36.7	(4.9)	4.5	50.0	6.5	(16.2)	11.4
연결조정	(23.4)	(24.8)	(18.1)	(26.5)	(20.3)	(24.5)	(24.0)	(23.5)	(92.8)	(92.3)
매출총이익	213.6	204.7	205.6	260.5	217.3	303.2	295.0	333.3	884.4	1,148.9
YoY	(5.7)	(0.9)	3.5	40.6	1.7	48.1	43.5	28.0	8.2	29.9
GPM	54.6	56.7	56.7	60.2	55.3	64.9	65.9	66.6	57.1	63.5
영업이익	59.0	60.4	55.1	83.3	53.6	131.1	118.1	140.6	257.8	443.4
YoY	(23.0)	4.0	8.0	173.4	(9.1)	116.9	114.4	68.8	19.2	72.0
OPM	15.1	16.7	15.2	19.2	13.7	28.1	26.4	28.1	16.7	24.5
당기순이익	44.7	43.0	45.4	54.1	51.1	84.1	100.3	119.7	187.1	355.1
YoY	(29.3)	(8.6)	29.9	흑전	14.4	95.5	120.8	121.4	33.3	89.8
NPM	11.4	11.9	12.5	12.5	13.0	18.0	22.4	23.9	12.1	19.6

Source: 다올투자증권

II. 국내 비만 치료제 선두주자

II-1. 로슈가 선택한 마지막 퍼즐: 체성분 개선과 병용 시너지

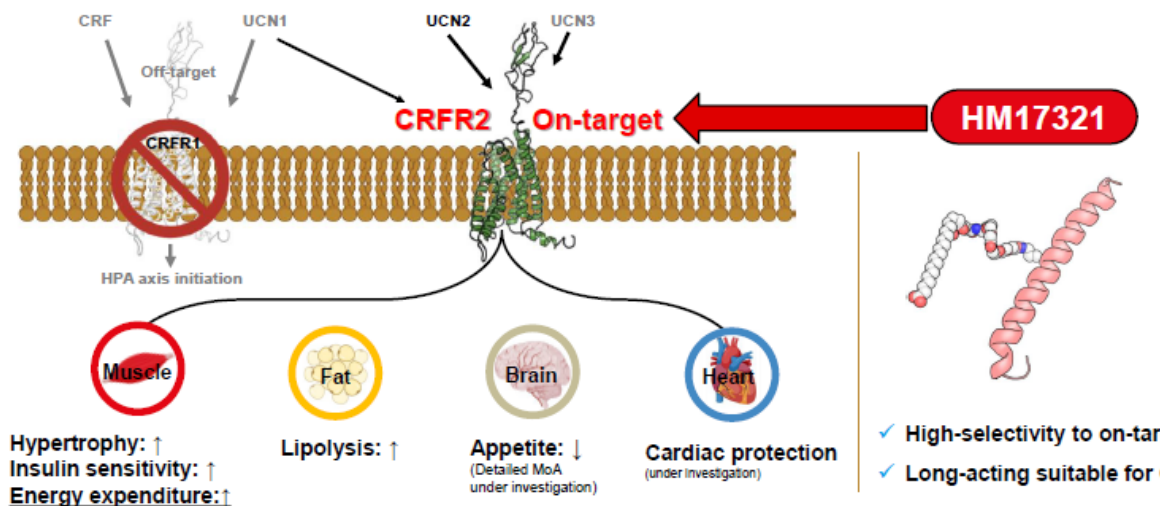
UCN2의 차별화된
기전: 지방은 태우고
근육은 키운다

HM17321(LA-UCN2)은 지방 감소와 함께 근육 증가까지 겨냥한 장기지속형 UCN2 유사체다. 지방세포와 근육세포에 발현된 CRF2 수용체를 선택적으로 활성화해 지방분해와 근육 성장을 촉진시킨다. 전임상에서는 체지방 감소와 제지방량 증가뿐 아니라 에너지 소비 증가도 확인된 바 있다. 체중 감량 과정에서 근육과 에너지 소비가 함께 감소하는 한계를 보완한다는 점에서 기존 비만 치료제와의 병용 시너지 효과가 기대된다.

Next Target을 향한
로슈의 베팅

Genentech(Roche 자회사)은 2026년 8월 HM17321을 계약금 1.9억달러(약 2,629억원), 마일스톤 포함 최대 약 23억달러(약 3.2조원)에 기술도입했다. 임상1상 단계에서도 대규모 계약금을 확보한 것은 기존 비만 치료제의 근육 감소를 보완하고, 다양한 약물과 병용할 수 있다는 점을 높게 평가 받은 것으로 판단된다. 한미약품이 1상을 완료한 이후 2상부터는 Genentech이 후속 개발을 주도할 예정이다.

Fig. 4: HM17321(UCN2 유사체) 작용 기전: CRF2 수용체 자극 → 골격근 및 대사 조직 내 신호 전달 강화



Source: EASD 2025, 다올투자증권

Amylin
파이프라인과의 병용
잠재력

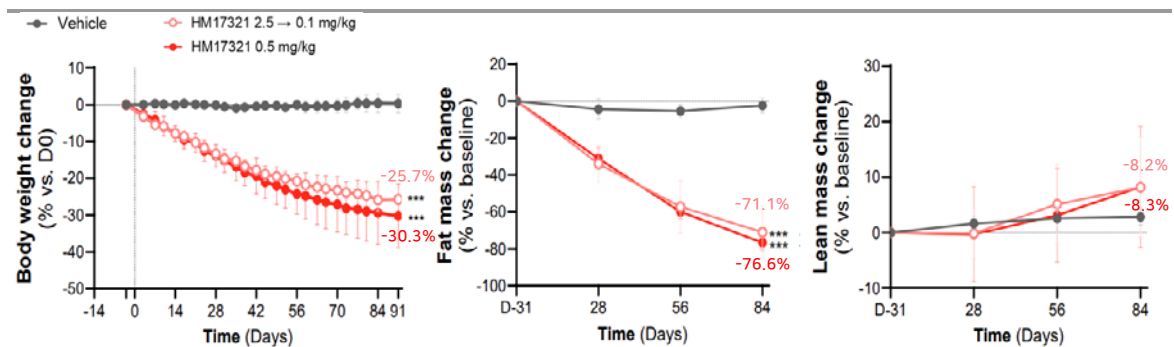
특히 Roche의 Amylin 유사체 petrelintide(페트렐린티드)와의 병용 개발이 기대된다. 한미약품은 미국 당뇨병학회(ADA) 2026에서 petrelintide를 포함한 아밀린 유사체 3종과 HM17321의 병용 전임상 결과를 공개했다. 비만을 유도한 쥐(rat)에 4주간 투여한 결과, 체지방 감소율은 Amylin 단독군 15.8~32.4%에서 병용군 45.4~56.5%로 확대됐다. 제지방량 증가율도 9.2~12.9%에서 17.9~22.1%로 높아졌다. Amylin 단독 대비 섭취량이 더 줄지 않았음에도 지방 감소와 제지방량 증가가 함께 확인돼 병용 가능성이 높다고 판단된다.

Roche는 파트너십·M&A를 통해 비만을 중심으로 대사질환 포트폴리오를 확대하고 있다. 현재 petrelintide와 GLP-1/GIP 이중작용제 enicepatide(CT-388)의 병용 개발을 추진 중이다. HM17321의 전임상 결과를 감안하면 HM17321도 다른 비만 파이프라인과 병용해 체중 감량 효과를 높이고 근육 감소를 보완하는 방향으로 개발될 가능성이 있다. 아직 구체적인 병용 임상 계획은 공개되지 않았으나 GLP-1뿐 아니라 Amylin 계열까지 병용 대상이 확대될 수 있다는 점에 주목한다.

체성분 개선의
다각화: Myostatin과
CRF2의 투트랙 전략

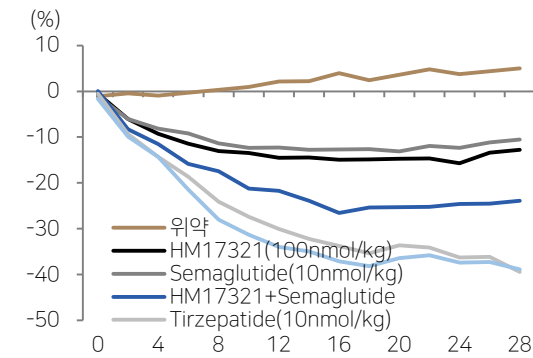
Roche는 이미 근육 보존 후보물질 GYM329(emugrobart; 에무그로바트)를 보유하고 있으나, HM17321은 다른 기전으로 차별화된다. GYM329는 근육 성장을 억제하는 Myostatin(마이오스타틴)을 차단하는 항체인 반면, HM17321은 CRF2 수용체를 활성화해 근육 성장과 지방 분해를 함께 촉진하는 펩타이드다. 이번 도입은 체성분 개선을 위한 다양한 기전을 확보하고, 자체 비만 파이프라인과의 병용 선택지를 확대하기 위한 전략으로 판단된다. 향후에는 이러한 기전적 차별성이 임상에서도 확인되는지가 중요하다. HM17321은 현재 임상1상 진행 중으로, 2027년 데이터를 통해 지방 감소와 근육 보존·증가 가능성을 확인할 수 있을 전망이다.

Fig. 5: HM17321(LA-UCN2), 비만 영양류 모델에서의 체중 감소 및 체성분 분석



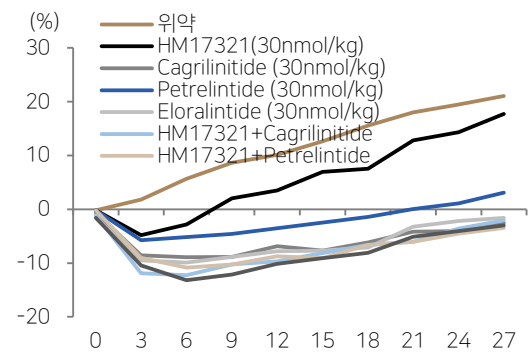
Source: EASD 2025, 다올투자증권

Fig. 6: HM17321 + GLP-1 계열 병용 가능성



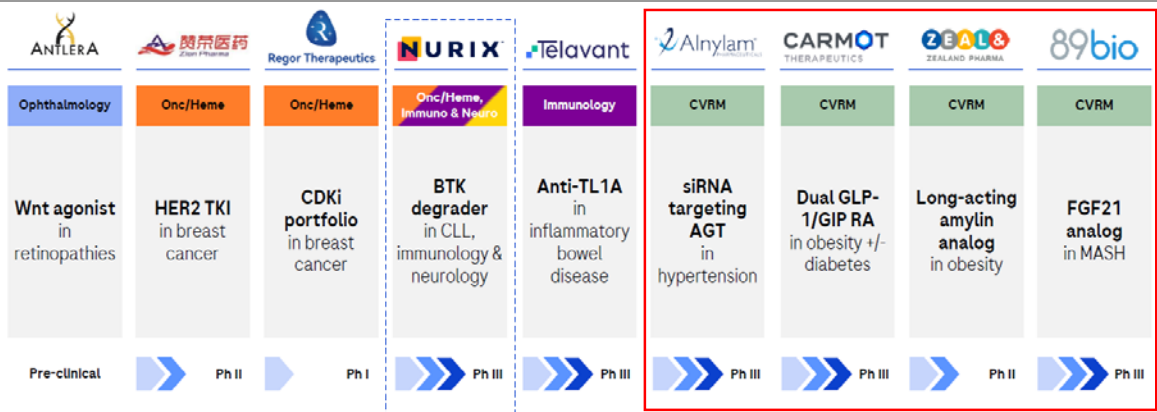
Source: ADA 2026, 다올투자증권

Fig. 7: HM17321 + Amylin 계열 병용 가능성



Source: ADA 2026, 다올투자증권

Fig. 8: 로슈(제넨텍): 파트너십·M&A를 통해 대사질환 포트폴리오 확대 중



Source: Roche, 다올투자증권

II-2. 후속 비만 치료제 기술이전 기대

삼중작용제
HM15275의 잠재력

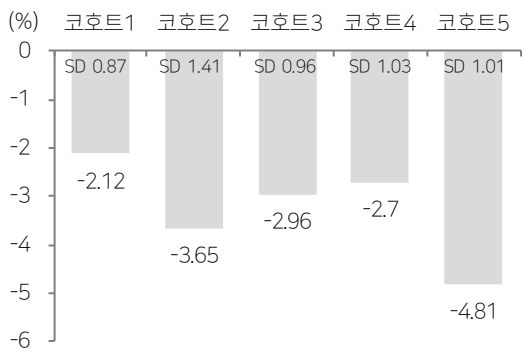
HM17321에 이어 차세대 비만 치료제 HM15275(LA-TRIA)의 추가 기술이전 가능성에도 주목한다. HM15275는 GLP-1·GIP·Glucagon 수용체를 동시에 활성화하는 주 1회 투여 삼중작용제다. GLP-1/GIP 이중작용제인 Tirzepatide(터제파타이드; Eli Lilly)에 글루카곤 작용을 더해, 식욕 억제와 함께 에너지 소비 및 지방 대사를 촉진한다는 점에서 추가적인 체중 감량이 기대된다. 같은 기전의 Retatrutide(레타트루타이드; Eli Lilly)가 다수의 임상3상에서 체중 감량 효과를 확인했으며, 1Q27 미국 허가 신청을 준비 중이다. 삼중작용 기전의 효능이 후기 임상에서 확인된 만큼, HM15275에서도 유의미한 체중 감량 효과를 기대할 수 있다.

임상 1상을 통해
확인된 초기 효능과
1H27 후속 모멘텀

임상1상에서는 4주 투여만으로 초기 체중 감량 효과와 양호한 내약성을 확인했다. 최고 용량군에서는 0.5mg에서 매주 단계적으로 늘려 최종 8mg까지 투여했으며, 29일차 위약 보정 평균 체중 감소율은 4.81%를 기록했다. 오심·구토 등 위장관 이상반응이 나타났으나 모두 경증~중등도 수준에 그쳤고, 중대한 이상반응이나 치료 관련 투여중단 사례는 보고되지 않았다. 비교적 짧은 증량 기간에도 우수한 내약성을 확인한 만큼 장기 투여 임상에서 추가적인 체중 감량 효과를 기대하고 있다.

현재 비만 환자 대상 임상2상이 진행 중이며, 1H27 종료할 예정이다. 2027년 2상 데이터에서 양호한 내약성과 체중 감량 효과가 확인되면 추가 기술이전 가능성도 높아질 전망이다.

Fig. 9: HM15275 임상1상: 위약 보정 평균 체중 감소율



Source: ADA 2025, 한미약품, 다올투자증권

Note: HM15275 투여용량은 Cohort 1~5 순으로 각각 0.5/0.5/0.5/0.5, 1.0/1.0/1.0/1.0, 0.5/0.5/2.0/2.0, 0.5/1.0/2.0/4.0, 0.5/2.0/4.0/8.0 mg (각 N=8).

Fig. 10: HM15275 임상1상: 안전성

항목	코호트 1	코호트 2	코호트 3	코호트 4	코호트 5	위약 (N=10)
TEAE, n (%)	7 (87.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	6 (75.0)	8 (100.0)	10 (100.0)
TRAE, n (%)	3 (37.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	4 (50.0)	6 (75.0)	5 (50.0)
Gr 1	2 (25.0)	5 (62.5)	6 (75.0)	1 (12.5)	5 (62.5)	3 (30.0)
Gr 2	1 (12.5)	2 (25.0)	1 (12.5)	3 (37.5)	1 (12.5)	2 (20.0)
Gr 3	0	0	0	0	0	0
중대한 TEAE	0	0	0	0	0	0
TEAE 임상중단	0	1 (12.5)	1 (12.5)	0	0	0

Source: ADA 2025, 한미약품, 다올투자증권

Note: HM15275 투여용량은 Cohort 1~5 순으로 각각 0.5/0.5/0.5/0.5, 1.0/1.0/1.0/1.0, 0.5/0.5/2.0/2.0, 0.5/1.0/2.0/4.0, 0.5/2.0/4.0/8.0 mg (각 N=8).

Fig. 11: 한미약품 R&D 마일스톤

		2026	2027	2028
에페글레나타이드 LAP ² Exd4 analog			비만 국내 품목 허가	당뇨 Ph3 임상 종료
에피노페그듀타이드 LAP ² GLP-1/GCG agonist	MSD	MASH Ph2b 임상 종료	MASH Ph3 개시	당뇨 국내 허가 신청
에포시페그트루타이드 LAP ² Triple agonist		MASH Ph2b 임상 종료	MASH Ph3 개시	
HM15275 LA-GLP-1/GIP/GCG		당뇨 Ph2 개시	비만 Ph2 임상 종료	당뇨 Ph2 임상 종료
HM17321 LA-UCN2		비만 Ph1 SAD 임상 종료	비만 Ph1 MAD 임상 종료	비만 Ph2 개시
HM500197 LA-MSTN			비만 Ph1 개시	비만 글로벌 Ph3 개시
롤메돈®/롤론티스®	Zydus	롤론티스® AI 신규제형 국내 품목 허가		
BH3120 PD-1/4-1BB BsAb	복경한미			고형암 Ph1 임상 종료
포셀티닙 multi-TEC	NOBO Medicine	3제 요법 PCNSL/DLBCL Ph2 임상 종료	R/R PCNSL 국내 품목 허가	고형암 Ph2 개시
투스페티닙 MKI	Aptose	3제 요법 AML 1L Ph1/2 임상 종료	3제 요법 AML 1L Ph2/3 개시	
HM97662 EZH1/2				고형암 Ph1 임상 종료
에페거글루카곤 LAP ² Glucagon analog		선천성 고인슐린증 Ph2 임상 종료	선천성 고인슐린증 Ph3 개시	
소네페글루타이드 LAP ² GLP-2 analog	Lilly			당장 종루균 Ph2 임상 종료
HM15421 LA-GLA	GC			파브리병 Ph1/2 임상 종료

Source: 한미약품, 다올투자증권

한미약품

연도별 성과

2023	AA
2024	A
2025	BB

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동 생산 공정 친환경 공급망 관리 생물다양성
S(사회)	인적자원 관리 공급망 관리 고객 관리 사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리 정보의 투명성 이사회 구성과 활동 이사의 보수 관계사 위험 ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 하반기	제약, 생명공학 및 생명과학
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	72.6	623/1299	48/100

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	유한양행	한미약품
5천억이상	HK이노엔	엑세스바이오
5천억미만	영진약품	디앤디파마텍

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
82.5	29.2	15%	▲
50.0	17.6	중	▲
93.7	36.6	중	▲
100.0	83.3	하	▲
100.0	86.7	하	▲
86.7	47.6	35%	▲
88.5	48.0	상	▲
92.5	45.4	하	▲
68.0	52.9	하	▲
100.0	40.4	하	▲
51.6	57.9	50%	▼
40.1	49.0	상	▼
50.0	60.5	하	▼
70.5	55.9	상	▲
73.1	72.5	하	▲
20.0	75.9	중	▼
70.0	38.5	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타 주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터증양값	TSR (총주주환원율)
2022	7.4%	22.6%	10.1%
2023	4.3%	18.2%	20.7%
2024	13.1%	19.6%	-20.1%

한미약품 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	746.3	893.9	1,166.6	1,296.2	1,473.9
현금성자산	193.2	201.3	423.8	517.9	668.4
매출채권	238.8	341.8	357.0	376.1	387.4
재고자산	300.9	338.5	373.4	389.7	405.5
비유동자산	1,274.5	1,243.6	1,218.4	1,261.0	1,302.1
투자자산	384.8	370.2	292.0	303.8	316.1
유형자산	795.6	760.2	779.5	795.0	808.5
무형자산	94.1	113.3	146.9	162.2	177.4
자산총계	2,020.8	2,137.6	2,385.0	2,557.2	2,776.0
유동부채	682.8	605.2	610.5	625.8	672.1
매입채무	212.8	198.0	215.3	228.4	242.4
유동성이자부채	404.8	337.5	322.0	322.0	352.0
비유동부채	97.3	109.5	111.5	112.8	94.3
비유동이자부채	91.9	96.7	95.8	95.8	75.8
부채총계	780.1	714.7	722.0	738.6	766.4
자본금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	411.3	411.3	412.6	412.6	412.6
이익잉여금	680.9	836.5	1,056.2	1,203.3	1,390.3
자본조정	(39.4)	(30.1)	(23.1)	(14.5)	(10.6)
자기주식	(43.3)	(43.3)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
자본총계	1,240.8	1,422.9	1,663.0	1,818.7	2,009.6
투하자본	1,522.9	1,637.8	1,637.9	1,698.7	1,748.3
순차입금	303.5	232.9	(5.9)	(100.0)	(240.6)
ROA	7.2	9.0	15.7	14.5	11.8
ROE	13.8	16.0	26.0	23.0	18.2
ROIC	11.7	14.3	22.4	21.9	18.8

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,495.5	1,547.5	1,808.6	1,924.5	2,026.4
증가율 (Y-Y,%)	0.3	3.5	16.9	6.4	5.3
영업이익	216.2	257.8	443.4	420.6	372.9
증가율 (Y-Y,%)	(2.0)	19.2	72.0	(5.1)	(11.3)
EBITDA	313.5	356.6	547.1	534.7	490.6
영업외손익	(44.9)	(44.3)	(15.0)	(10.0)	(10.7)
순이자수익	(18.6)	(9.6)	(2.7)	(3.0)	(3.1)
외화관련손익	9.3	1.4	10.1	2.1	1.9
지분법손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	171.3	213.5	428.3	410.6	362.2
당기순이익	140.4	187.1	355.1	357.2	315.1
지배기업당기순이익	121.3	169.6	324.6	318.0	280.5
증가율 (Y-Y,%)	(15.1)	33.3	89.8	0.6	(11.8)
NOPLAT	177.3	226.0	367.6	365.9	324.4
(+) Dep	97.3	98.8	103.7	114.1	117.7
(-) 운전자본투자	(69.8)	149.8	29.4	20.3	10.8
(-) Capex	39.3	43.0	91.8	111.3	111.1
OpFCF	305.2	132.0	350.0	348.5	320.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.5	5.1	6.7	8.8	9.4
영업이익증가율(3Yr)	19.9	17.7	26.2	24.8	13.1
EBITDA증가율(3Yr)	13.5	11.8	19.7	19.5	11.2
순이익증가율(3Yr)	19.9	22.6	29.0	36.5	19.0
영업이익률(%)	14.5	16.7	24.5	21.9	18.4
EBITDA마진(%)	21.0	23.0	30.2	27.8	24.2
순이익률 (%)	9.4	12.1	19.6	18.6	15.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	193.5	173.1	372.6	271.4	335.8
당기순이익	140.4	187.1	355.1	357.2	315.1
자산상각비	97.3	98.8	103.7	114.1	117.7
운전자본증감	(90.3)	(150.1)	20.5	(20.3)	(10.8)
매출채권감소(증가)	(61.1)	(87.3)	17.4	(19.1)	(11.3)
재고자산감소(증가)	1.9	(37.0)	(25.4)	(16.3)	(15.8)
매입채무증가(감소)	(10.4)	12.5	(33.8)	13.1	14.1
투자현금	24.9	(159.5)	(168.0)	(158.6)	(166.3)
단기투자자산감소	89.8	(4.1)	132.9	(1.8)	(7.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.4)	(0.8)	(0.8)
설비투자	(39.3)	(43.0)	(91.8)	(111.3)	(111.1)
유무형자산감소	(22.7)	(32.5)	(26.1)	(33.6)	(35.3)
재무현금	(93.8)	(97.2)	(80.3)	(20.5)	(17.8)
차입금증가	(77.9)	(66.3)	(19.2)	0.0	10.0
자본증가	(15.8)	(30.9)	(51.3)	(20.5)	(27.8)
배당금지급	12.6	30.9	25.4	29.2	31.7
현금 증감	137.3	(84.0)	130.6	92.3	143.0
총현금흐름(Gross CF)	319.8	385.2	402.2	291.6	346.6
(-) 운전자본증가(감소)	(69.8)	149.8	29.4	20.3	10.8
(-) 설비투자	39.3	43.0	91.8	111.3	111.1
(+) 자산매각	(22.7)	(32.5)	(26.1)	(33.6)	(35.3)
Free Cash Flow	254.4	75.7	254.7	112.8	169.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.4	0.8	0.8
잉여현금	254.4	75.7	254.3	112.0	168.7

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	9,470	13,235	25,337	24,820	21,894
BPS	77,337	88,711	103,883	114,838	128,552
DPS	1,250	2,000	2,300	2,500	2,500
Multiples(x,%)					
PER	29.6	34.2	18.3	18.7	21.2
PBR	3.6	5.1	4.5	4.0	3.6
EV/ EBITDA	12.4	16.9	10.9	10.9	11.6
배당수익률	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	11.2	15.0	14.8	20.4	17.1
PSR	2.4	3.7	3.3	3.1	2.9
재무건전성 (%)					
부채비율	62.9	50.2	43.4	40.6	38.1
Net debt/Equity	24.5	16.4	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	96.8	65.3	n/a	n/a	n/a
유동비율	109.3	147.7	191.1	207.1	219.3
이자보상배율	11.6	26.9	164.4	139.3	121.3
이자비용/매출액	1.6	1.1	0.7	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	72.5	74.1	69.6	67.4	64.0
현금+투자자산(%)	27.5	25.9	30.4	32.6	36.0
자본구조					
차입금(%)	28.6	23.4	20.1	18.7	17.6
자기자본(%)	71.4	76.6	79.9	81.3	82.4

올릭스

(226950)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		유지
적정주가			
Earnings			

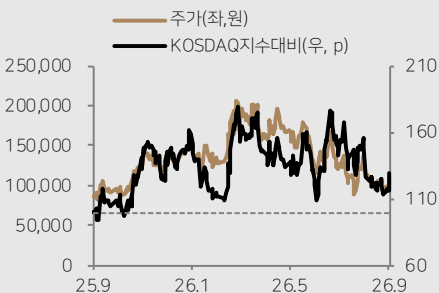
Stock Information

현재가 (9/14)	100,100원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	21,084억원
비중(KOSDAQ내)	0.46%
발행주식수	21,063천주
52주 최저가 / 최고가	81,700 - 207,000원
3개월 일평균거래대금	362억원
외국인 지분율	11.0%
주요주주지분율(%)	
이동기 (외 14인)	16.4
국민연금공단 (외 1인)	5.3
미래에셋자산운용 (외 4인)	5.1

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	24.5	n/a	10.5
PBR(배)	0.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	3.5	18.4	4.0
배당수익률(%)	1.6	1.0	1.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(10.6)	(48.9)	14.9	(28.7)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	(3.9)	(18.9)	19.7	(15.9)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

비만에서 찾는 다음 기회

Issue

ALK7 기반 비만 치료제 및 주요 파이프라인 업데이트

Pitch

OLX501A는 지방세포의 ALK7를 억제하는 차세대 비만 치료제. 영장류에서 내장지방 감소를 확인하며 추가 기술이전 기대감 유효. 탈모·황반변성·MASH 임상 진전과 릴리의 듀얼 타깃 플랫폼 확장에도 주목

Rationale

- OLX501A는 식욕 억제와 다른 경로로 지방 감소를 유도하는 ALK7 표적 siRNA. GLP-1 병용 시너지(요요 방지 및 체지방 감소)를 바탕으로 2027년 1상 IND 신청 전 조기 기술이전(L/O)을 추진 중
- OLX104C(탈모)의 임상 진전, OLX301A(황반변성)의 임상2a상 준비 및 신규 파트너링 등 후속 모멘텀 기대
- 릴리에 기술이전한 OLX702A(MARC1)의 후속 임상 및 마일스톤 수취 기대. MARC1 기반 듀얼 타깃에 대한 릴리의 우선권과 OASIS-D 플랫폼을 바탕으로 후속 계약 확대 가능성 존재
- 9/15 CPS 전환에 따른 신주 상장으로 단기 오버행 부담 가능. 단 임상 순항·마일스톤 유입·추가 L/O 기대를 바탕으로 중장기 투자 매력은 유효

Earnings Forecasts

(단위:십억원,%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	2.5	3.7	9.3	17.1	5.7	14.7
영업이익	(16.2)	(24.2)	(22.4)	(18.2)	(30.9)	(30.0)
EBITDA	(15.1)	(22.6)	(20.3)	(15.5)	(28.3)	(27.5)
지배주주순이익	(19.4)	(29.7)	(19.5)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
순차입금	(48.8)	(0.9)	(2.2)	21.8	42.5	(75.0)
매출증가율	118.9	48.5	153.7	83.1	(66.7)	158.3
영업이익률	(656.4)	(659.4)	(240.1)	(106.6)	(544.6)	(204.4)
지배주주순이익률	(783.4)	(808.7)	(209.2)	(111.9)	(716.2)	(107.3)
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지	적지
ROE	(44.5)	(94.9)	(51.8)	(33.0)	(120.1)	(18.8)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

I. GLP-1을 보완할 새로운 타겟 ALK7

감량의 '폭'에서
감량의 '질'로: 비만
치료제 패러다임의
전환

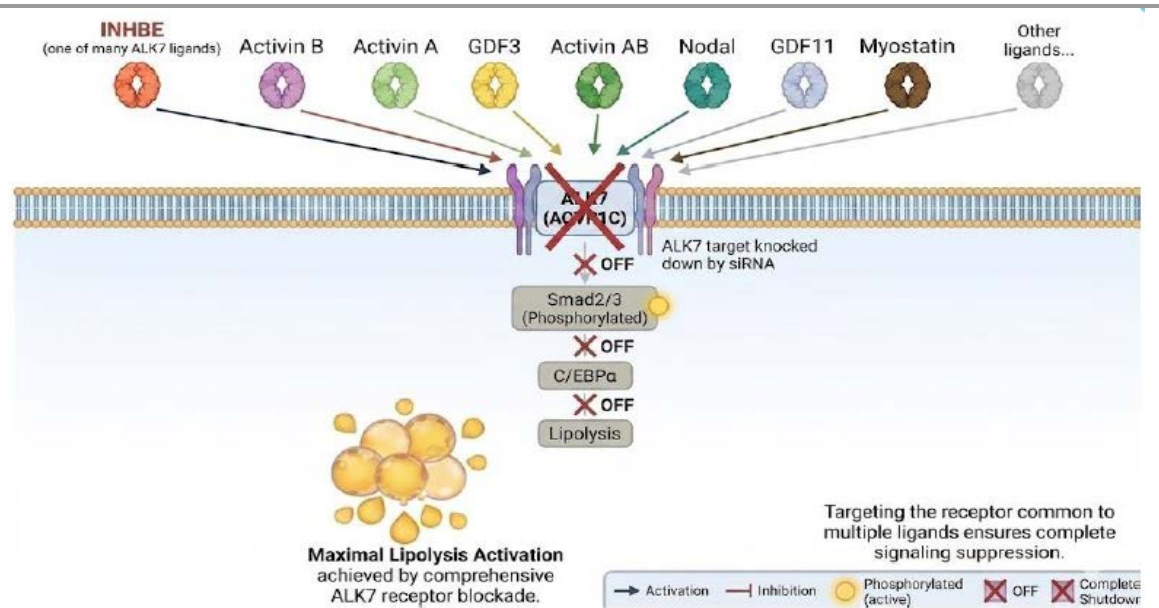
비만 치료제의 경쟁이 체중감량의 크기에서 질로 넓어지고 있다. GLP-1 계열은 식욕을 억제해 체중을 감소시키지만, 지방과 함께 근육 등이 감소하고 투약 중단 후 체중이 다시 증가하는 요요 현상을 보이는 한계가 있다. 이에 지방 감소 효과를 높이고 오랜 기간 유지할 수 있는 새로운 기전에 관심이 높아지고 있다.

지방세포를 직접
겨냥: ALK7 표적
siRNA의 차별화
포인트

올릭스의 OLV501A는 지방세포의 ALK7을 표적하는 siRNA 치료제다. ALK7은 지방 분해를 억제하는 신호를 전달하는 수용체로, 이를 줄이면 저장된 지방이 분해되기 쉬워진다. OLV501A는 자체 지방 조직 전달 플랫폼 OASIS-Adipose를 활용해 지방세포 내 ALK7 생성을 낮춘다. 식욕을 억제하는 GLP-1 RA(수용체 작용제)과 작용 경로가 달라 병용을 통한 추가 지방 감소를 기대할 수 있다.

같은 경로를 겨냥하는 타겟으로 INHBE도 있다. 간의 INHBE 유전자에서 만들어지는 Activin E는 지방 세포의 ALK7에 작용해 지방분해를 억제한다. INHBE 표적 치료제가 간에서 Activin E 생성을 줄이는 반면, OLV501A는 지방세포의 ALK7을 직접 줄여 Activin E 뿐 아니라 ALK7을 통해 전달되는 다른 신호도 함께 차단한다.

Fig. 12: ALK7 타겟 작용 기전

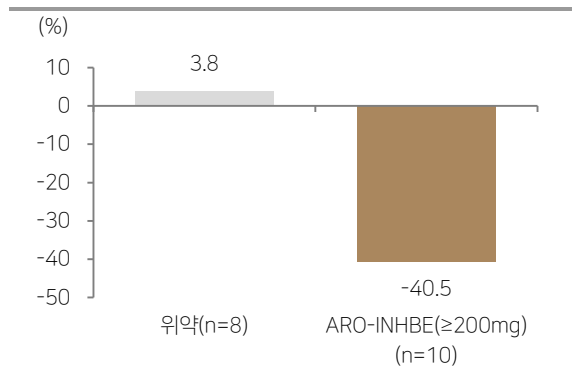


Source: 올릭스, 다올투자증권

글로벌 임상으로
확인된 내장지방
감소 효과

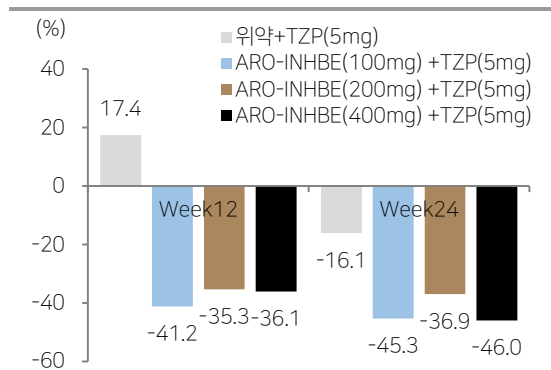
INHBE·ALK7을 겨냥한 치료제의 지방 감소 효과가 초기 임상에서 확인되고 있다. Arrowhead의 ARO-ALK7은 임상1/2a상에서 단회 투여 8주차 위약 대비 내장지방 14.1% 감소를 확인했다. 유럽간학회(EASL) 2026에서 발표된 ARO-INHBE의 초기 임상 결과, 간지방이 높은 비만 환자군의 간 지방은 투여 전 대비 40.5% 감소했다. 저용량 터제파타이드(판매명: 켈바운드; Eli Lilly) 병용군에서는 터제파타이드 단독 대비 내장지방과 간지방 감소 효과가 더 크게 나타났다.

Fig. 13: ARO-INHBE 1/2a상(비만): 간 지방 40.5% 감소



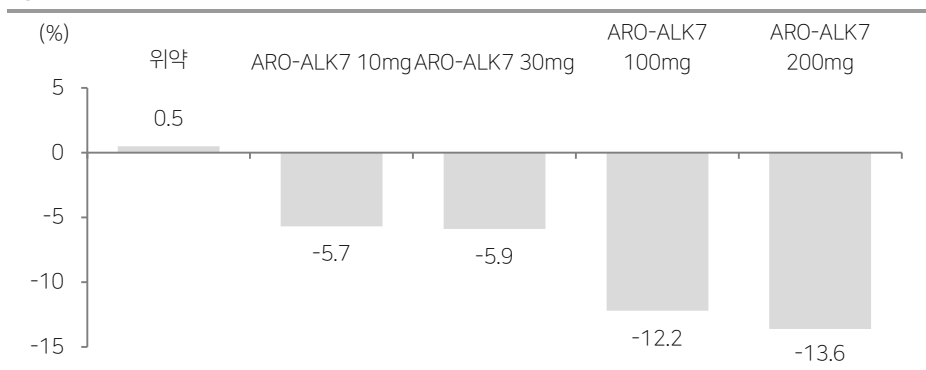
Source: EASL 2026, Arrowhead, 다올투자증권

Fig. 14: ARO-INHBE+TZP 병용: 간 지방 46% 감소



Source: EASL 2026, Arrowhead, 다올투자증권

Fig. 15: ARO-ALK7 1/2a상: 단회 투여, 내장 지방 13.6% 감소

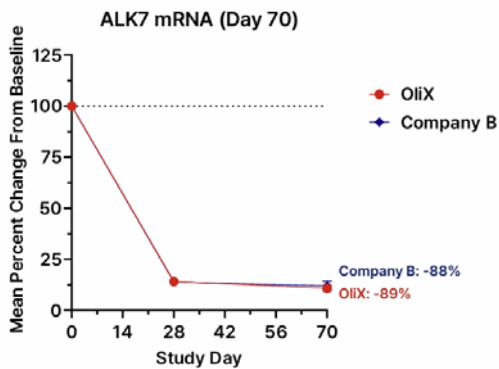


Source: Arrowhead, 다올투자증권

OLX501A 전임상
효능 확인 및 1H27
임상 진입 모멘텀

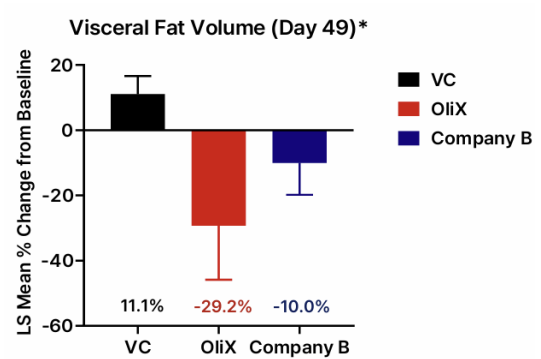
OLX501A 역시 전임상에서 지방 감소 효과를 확인했다. 지방조직내 ALK7 mRNA는 70일 시점 약 89% 감소했으며, 49일 시점 내장지방 부피는 투여 전 대비 29% 줄었다(vs. 비교군 10% 감소). ALK7 억제와 내장지방 감소 간 인과관계를 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다. GLP-1 RA와의 병용 전임상에서는 터제파타이드 용량을 고용량 단독 투여군의 1/10로 낮추고 OLX501A를 함께 투여했다. 그 결과 고용량 단독 투여군과 유사한 체지방 감소 효과를 보이면서 제지방 감소는 완화되는 경향을 확인했다. 투약 중단 후 체지방 재증가도 상대적으로 낮게 나타났다. 향후 사람 대상 임상에서 이 결과가 재현될 경우 기존 비만 치료제의 용량 부담을 낮추면서 감량의 질과 유지 효과를 보완하는 병용 치료제로 경쟁력을 확보할 전망이다. 1H27 임상1상 IND(임상시험계획) 제출할 예정이다.

Fig. 16: OLX501A 전임상: ALK7 mRNA 89% 감소



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 17: OLX501A 전임상: 내장지방 부피 29% 감소



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 18: ALK7 siRNA 치료제 비교

구분	항목	OLX501A	ARO-ALK7	ALN-2232	SA-030
회사		OliX Pharmaceuticals	Arrowhead Pharmaceuticals	Alnylam Pharmaceuticals	SirnaBio / GSK
개발단계		2027년 1H 예상	임상 1/2a상 중간결과발표	임상 1상 초기	임상 1상 초기
전임상 (NHP)	모델	비만	정상체중	정상체중	정상체중
	표적 KD (Day 70)	89%	>80%	>80%	>80%
	내장지방 감소 (Day 49)	-29%	-	-	-
임상	투여 빈도	-	≥ Q3M	-	-
	표적 KD (Week 4)	-	88% (200 mg)	-	-
	내장지방 감소 (Week 8)	-	-14.1% (200 mg)	-	-

Source: 올릭스, 다올투자증권

빅파마의 잇따른
베팅. 무르익은 조기
L/O 기대감

지방조직 표적 siRNA에 대한 투자와 기술도입도 이어지고 있다. GSK는 초기 임상 단계의 ALK7 치료제 SA030(SiranBio)을 도입했으며, 2026년 9월에는 Eli Lilly 등이 Moonwalk의 총 7,000만달러 규모 투자에 참여했다. Moonwalk는 투자금을 지방조직 표적 siRNA의 임상 진입과 후속 개발에 활용할 계획이다. 이러한 관심은 자체 지방조직 전달 플랫폼과 전임상 데이터를 확보한 올릭스에도 우호적인 환경으로 판단되며, OLX501A의 조기 기술이전을 기대해볼 수 있다.

Fig. 19: 지방조직 타겟 siRNA 파이프라인 투자사례

일자	개발사	투자사	자산	타겟	모달리티	구분	총 투자규모 (백만달러)
2026-09-08	Moonwalk Biosciences	Eli Lilly, Alpha Wave, YK Bioventures, Gaorong Ventures, ARCH, Khosla, Future Venture	MW101 등	Adipose (비공개)	siRNA	Series B	70
2026-08-20	SiranBio	Bluerun Ventures, IDG Capital, Sunshine Ronghui Capital, SDIC, Huatai Zijin 등	SA030 /STORK-F platform 등	ALK7	siRNA	Pre A/ Series A/ Series A+	60
2025-12-08	SanegeneBio	Eli Lilly, Sino Biopharm, Legend Capital, Vivo Capital, Invus, SymBiosis, Guofa Capital, TruMed, Lake Bleu 등	SGB-ALK7 등	ALK7	siRNA	Series B	110
2025-09-07	Sirnaomics	Bloomage Biotechnology	STP705 등	TGF-β1/ COX-2	Dual siRNA	전략적 지분투자	17.9
2024-08-01	Sirnaomics	Gore Range Capital	STP705 등	TGF-β1/ COX-2	Dual siRNA	JV 설립	비공개/ (단계별 지급금) 33 + (지분가치) 36

Source: 각 사, 다올투자증권

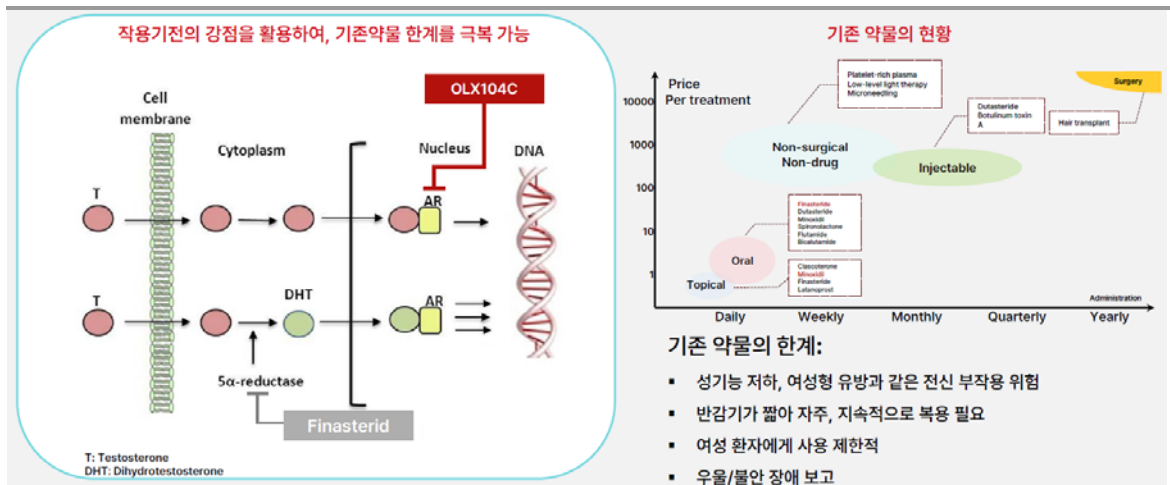
II. 다가오는 탈모 치료제 모멘텀

부작용 낮은 차세대
탈모 치료제

OLX104C는 탈모를 유발하는 안드로겐 수용체(AR)를 표적하는 siRNA 치료제다. 안드로겐성 탈모는 남성호르몬인 DHT(Dihydrotestosterone)가 모낭의 안드로겐 수용체에 작용해 모낭을 작게 만들고 모발을 가늘게 하면서 진행된다. 기존 피나스테리드(Finasteride)·두타스테리드(Dutasteride)는 DHT의 양을 줄여 탈모를 치료하는 반면 OLX104C는 DHT가 모낭에 작용할 때 필요한 수용체 생성을 억제해 탈모 신호를 줄이는 방식이다.

차별화 포인트는 국소 투여와 낮은 투여 빈도다. 두피에 직접 투여해 전신 노출에 따른 부작용 부담을 낮추고, 월 1회 수준의 투여로 효과를 유지하는 것을 목표로 한다. 반복 투여에서 모발 증가 효과와 안전성이 확인될 경우 기존 치료제와 차별화된 경쟁력을 확보할 전망이다. 호주 임상1b상을 종료했으며 연내 임상2a상 진입 및 첫 환자 투약을 목표로 하고 있다. 호주에 이어 뉴질랜드에 2a상 IND 신청하며 다국가 임상으로 확대하고 있다. 2a상에서는 모발 증가 등 치료 유효성을 본격적으로 평가할 예정이다.

Fig. 20: OLX104C(탈모) 작용 기전 및 기존 약물의 한계



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 21: OLX104C 경쟁력: 경쟁약물과의 비교 분석

	OLX104C	Clascoterone	Pyrilutamide	Spironolactone (Off-label)	Flutamide (Off-label)	Minoxidil	Finasteride
Target	AR					Vasculature	5 α -reductase
Modality	siRNA (lipid conjugate)	Small molecule				Small molecule	
Route	Intradermal	Topical	Topical	Oral	Oral	Topical	Oral
Efficacy (TAHC+)	TBD	9.8c	10d	-	-	9.5a	17b
Safety	Excellent safety profile in P1	Steroidal AR blocker	Non-steroidal AR blocker	Hyperkalemia	Hepatotoxicity	Systemic vascular dilation	Hormonal Imbalance
Dosage	QM	BID	BID	QD	QD	QD	QD
Stage	Phase1b/2 a	Phase3	Phase3			Approved	Approved
Unmet Needs		Frequent dosing		Safety	Safety	Limited efficacy	Women usage

Source: 올릭스, 다올투자증권

Note: QM(1개월 1회 투여). QD(하루 1회 투여), BID(하루 2회 투여)

Fig. 22: OLX104C 임상1b/2a상 디자인

호주 임상 디자인	임상1b 상	임상2a 상
투여 횟수	총 3회 투여 (28일 간격)	총 6회 투여 (28일 간격)
투여 정보	2개 그룹 (by dose: 0.5mg/1.5mg)	4개 그룹 (by dose: 0.1mg/0.5mg/1.5mg/placebo)
환자 수	약 24명	약 134명
추적 관찰 기간	4주	4주
1차 평가지표	안전성 및 내약성	유효성(efficacy)

Source: 올릭스, 다올투자증권

확장되는 로레알
파트너십

로레알과의 협력도 확대되고 있다. 2025년 피부·모발 분야 공동연구에 이어 2026년에는 손발톱 등을 포함한 복수 프로그램으로 협력 범위를 넓혔으며, 로레알의 투자 조직 BOLD(Business Opportunities for L'Oréal Development)도 지분투자자에 참여했다. OLX104C의 계약 포함 여부는 공개되지 않았으나, 공동연구가 협력 확대와 지분투자자로 이어졌다는 점에서 피부·모발 분야 플랫폼의 사업성을 보여준다. 자체 탈모 치료제의 임상 진전과 함께 로레알 공동연구의 후속 성과에도 주목할 필요가 있다.

Fig. 23: 올릭스 - L'Oréal 파트너십 계약 현황

구분	기존 계약 (공동연구 중심)	확대 계약 (투자 및 Framework)
계약회사	L'Oréal Groupe (이하 '로레알')	L'Oréal Groupe (이하 '로레알'), BOLD
계약규모	비공개	비공개
계약내용 (연구 범위 및 역할)	- 올릭스는 siRNA를 활용하여 피부 및 모발 관련 공동 연구 결과물(Collaboration Product) 개발을 수행함 - 로레알은 올릭스의 요청에 따라 공동 연구 결과물 관련 자문적이고 구속력 없는 조언 제공함	- 투자: 로레알 그룹 벤처펀드 BOLD 제3자 배정 유상증자 참여하여 전략적 투자 단행함 - Framework 계약: 올릭스는 siRNA를 활용하여 피부, 모발, 손발톱 관련 공동 연구 개발을 수행하며 복수의 프로그램 공동 추진 예정임
추가 권리 (로레알)	로레알은 추가 공동 연구 계약을 체결할 수 있는 독점적 협상 권리(추가 공동 연구 권리)를 가지며, 이는 기술이전 계약을 포함하나 국한되지 않음	로레알은 추가 계약에 대한 협상 권리를 가지며, 이는 기술이전 계약을 포함하나 국한되지 않음

Source: 올릭스, 다올투자증권

III. 후속 파이프라인과 함께 넓어지는 플랫폼

III-1. 건성 황반변성에서 새로운 파트너 찾는 중

습성을 넘어
건성(GA)으로 확장

OLX301A는 안구 내 염증 신호를 전달하는 MyD88을 표적하는 siRNA 치료제다. MyD88 생성을 억제해 망막의 염증과 세포 손상을 줄이는 것을 목표로 한다. 습성 황반변성(neovascular AMD; nAMD) 환자 21명을 대상으로 진행한 미국 임상1상에서 안전성과 내약성을 확인했으며, 초기 시력 개선 가능성도 관찰됐다.

후속 임상은 건성 황반변성(dry AMD)이 진행돼 망막 세포가 손상 및 소실되는 지도형 위축(Geographic Atrophy; GA) 환자를 대상으로 준비하고 있다. 지도형 위축은 빛을 감지하는 세포와 이를 지지하는 세포가 죽으면서 시각 기능을 잃는 부위가 점차 넓어지는 질환이다. 2H26 임상2a상 IND 제출을 목표로 하며, 망막 손상 진행을 늦추고 시기능을 개선할 수 있는지 평가할 예정이다. 2024년 6월 기존 파트너 Théra로부터 권리를 반환받은 뒤 신규 기술이전과 공동개발을 추진하고 있다. 임상1상에서 안전성과 초기 시력 개선 가능성을 확인한 만큼, 후속 임상 진전에 따른 추가 파트너링 기대감이 유효하다.

Fig. 24: OLX301A 임상1상 및 2a상 타임라인



Source: 올릭스, 다올투자증권

III-2. 릴리와 의 동행, 본격화될 마일스톤 랠리

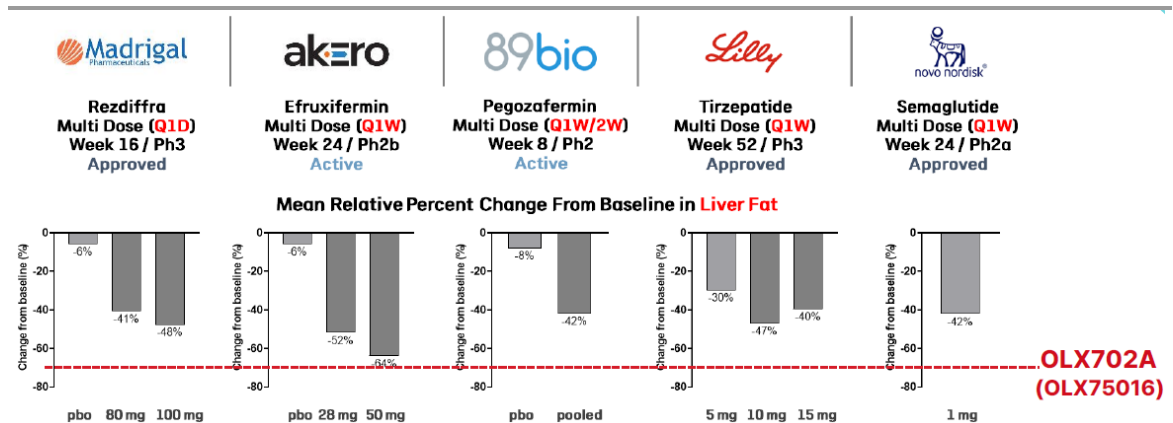
릴리 주도 후속 개발
및 듀얼 타겟 확장
기대

OLX702A은 간의 MARC1을 표적하는 siRNA 기반 MASH 치료제로 2025년 Eli Lilly에 기술이전됐다(계약 규모 최대 6.3억달러). 올릭스가 담당한 임상1b상은 종료됐으며, 이후 릴리가 후속 개발과 상업화를 주도할 예정이다.

초기 임상에서는 단회 투여 후 평균 60~80%의 간지방 감소를 확인했으며, 일부 환자에서는 감소 효과가 10개월 이상 유지됐다. 향후 MASH의 염증/섬유화 개선 효과를 검증해야 하지만, 간지방 감소와 장기 지속성을 확인한 만큼 릴리의 후속 임상 진입 및 마일스톤 수취가 기대된다.

추가 계약 가능성도 유효하다. 릴리는 MARC1과 다른 유전자를 동시에 표적하는 듀얼 타겟 치료제에 우선적인 권리를 보유하고 있다. MARC1 기반 듀얼 타겟 치료제에서 단일 타겟 대비 유의미한 효과가 확인된다면 기존 계약금액 확대 또는 별도 독점 협상으로 이어질 수 있을 전망이다.

Fig. 25: OLX702A: 승인/임상3상 MASH 치료제 대비 경쟁 우위점



Source: 올릭스, 다올투자증권

III-3. 하나의 약물로 두 타깃을 동시에

두 가지 경로를
동시에 잡는 넥스트
플랫폼

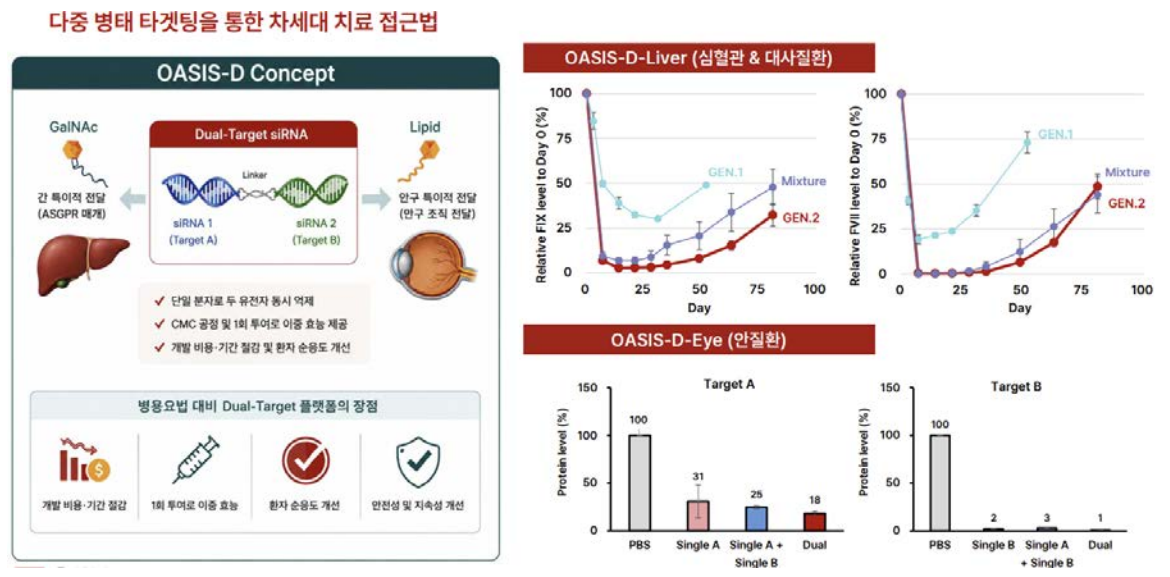
올릭스는 하나의 약물로 두 유전자를 동시에 억제하는 듀얼 타깃 플랫폼 OASIS-D를 개발하고 있다. 질환에 관여하는 두 경로를 함께 조절해 단일 타깃 대비 치료 효과를 높이는 것이 목표다.

간을 표적하는 OASIS-D-Liver는 심혈관·대사질환을 중심으로 개발 중이며, MARC1에 다른 대사질환 타깃을 결합하는 후속 프로그램도 개발하고 있다. 전임상에서는 두 타깃을 함께 억제했을 때 각각을 억제한 경우보다 혈중 및 간 내 중성지방이 더 크게 감소했다. 다만 구체적인 타깃은 공개되지 않았다.

안과에서는 MyD88과 다른 타깃을 결합하는 OASIS-D-Eye를 개발하고 있다. 하나의 약물로 간과 지방조직 등 두 장기를 동시에 겨냥하는 OASIS-DUO로도 확장 중이다. 하나의 약물을 두 조직에 전달해 각 조직의 타깃을 억제하고, 서로 영향을 주는 간과 지방조직의 대사 이상을 함께 조절하는 방식이다.

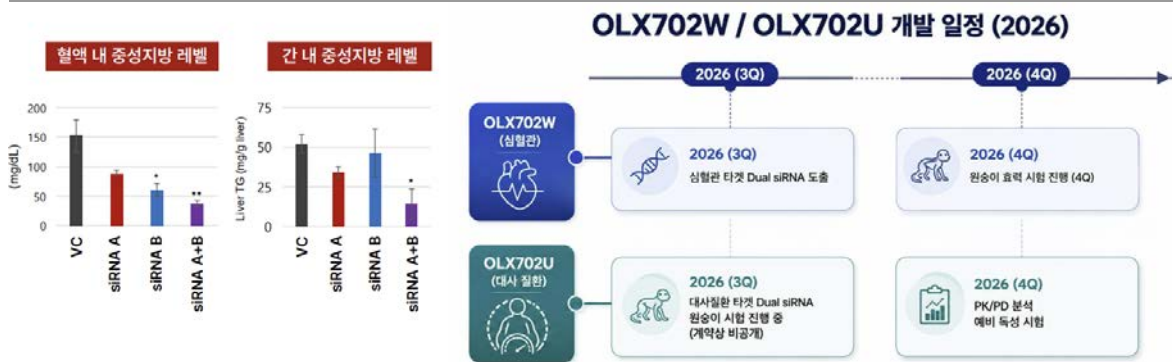
아직 전임상 단계이지만, 향후 단일 타깃 대비 개선된 유효성과 안전성이 확인되면 다양한 타깃 조합을 활용한 후속 기술이전도 기대해볼 수 있다.

Fig. 26: OASIS-DUO: 듀얼 타깃 siRNA 플랫폼



Source: 올릭스, 다올투자증권

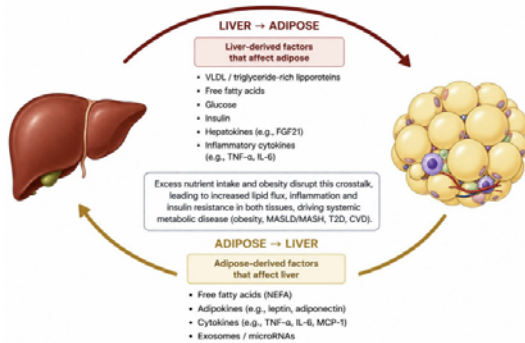
Fig. 27: OASIS-D-Liver: 심혈관 및 대사질환 중심으로 개발 중



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 28: OASIS-DUO: 간·지방조직 동시 표적으로 대사질환 치료 확장

단일 분자로 간·지방조직 동시 전달



간/지방조직 동시 표적 근거

- 상호 연계된 대사 네트워크 구성
- 다수의 대사성 질환은 간과 지방조직 모두의 기능 이상과 연관
- 단일 조직 표적 치료는 보상성 기전(compensatory mechanisms)을 유발할 가능성 존재

동시 표적을 통한 기대효과

- 간·지방조직의 통합적 대사 조절
- 간·지방조직 사이 병리적 상호작용(crosstalk) 차단
- 비만, MASLD/MASH 및 제2형 당뇨병(T2D)에서 향상된 치료 효능 기대
- 단일 약물 기반의 치료 전략 구현



Target A: 지방 표적, Target B: 간 표적

Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 29: R&D 파이프라인 현황

구분	파이프라인	적응증	플랫폼 개발	연구단계	동물실험(PoC)	전임상	임상	파트너사 현황
OASIS-Liver	OLX702A	MASH/비만		(호주) 임상1상 진행 중				Eli Lilly (Global)
	OLX706A	심혈관질환						Hansoh (China)
	OLX706B	대사성질환						
	OLX706C	심혈관질환						
OASIS-D-Liver	OLX702W	대사성질환/ 심혈관질환						
OASIS-Skin	OLX104C	탈모		(호주) 임상1b/2a상 진행중				
	OLX101A	비대흉터		(미국) 임상 2a상 완료				
OASIS-Eye	OLX301A	건성 및 습성 황반변성(GA)		(미국) 임상 1상 완료				
OASIS-Adipose	OLX501A	비만						
OASIS-CNS		중추신경계질환						
OASIS-D/DUO		대사성질환/ 심혈관질환 등						

Source: 다올투자증권

올릭스

AA

등급	자산규모	평가시기	섹터
AA	5천억미만	2025 하반기	제약, 생명공학 및 생명과학
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	94.7	115/1299	12/100

연도별 성과

2023	A
2024	BB
2025	AA

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	유한양행	한미약품
5천억이상	HK이노엔	엑세스바이오
5천억미만	영진약품	디앤디파마텍

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
29.3	29.2	15%	▲
29.0	17.6	중	▲
29.5	36.6	상	▼
평가제외	평가제외	평가제외	-
평가제외	평가제외	평가제외	-
60.7	47.6	35%	▲
65.3	48.0	상	▲
40.8	45.4	하	▼
43.0	52.9	하	▼
77.2	40.4	하	▲
62.0	57.9	50%	▲
57.3	49.0	상	▲
52.0	60.5	하	▼
57.9	55.9	상	▲
55.9	72.5	하	▼
100.0	75.9	중	▲
37.1	38.5	하	▼

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발 가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	22.6%	-50.4%
2023	-	18.2%	-28.4%
2024	-	19.6%	32.1%

올릭스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	52.2	65.0	32.1	15.5	140.9
현금성자산	49.6	57.9	22.0	4.0	98.3
매출채권	0.3	1.1	5.0	0.9	6.2
재고자산	0.4	0.7	0.5	0.6	0.4
비유동자산	34.4	67.6	70.7	55.7	54.5
투자자산	0.8	28.3	24.8	2.6	2.1
유형자산	31.5	37.2	43.9	51.4	50.5
무형자산	2.1	2.1	2.0	1.7	1.9
자산총계	86.7	132.7	102.8	71.2	195.4
유동부채	40.4	39.5	6.6	30.1	21.3
매입채무	1.6	1.3	2.5	4.9	6.3
유동성이자부채	28.2	31.9	1.1	25.1	4.5
비유동부채	26.9	26.9	45.9	22.7	24.0
비유동이자부채	20.4	23.8	42.7	21.4	18.8
부채총계	67.3	66.4	52.5	52.8	45.3
자본금	6.9	8.4	8.4	9.2	11.1
자본잉여금	92.9	151.9	157.2	175.5	323.4
이익잉여금	(84.3)	(103.2)	(122.9)	(167.8)	(191.6)
자본조정	3.1	8.9	7.1	0.9	6.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	19.4	66.2	50.3	18.5	150.1
투하자본	18.5	37.2	48.6	59.0	73.8
순차입금	(0.9)	(2.2)	21.8	42.5	(75.0)
ROA	(36.6)	(20.0)	(16.2)	(46.7)	(11.8)
ROE	(94.9)	(51.8)	(33.0)	(120.1)	(18.8)
ROIC	na	(58.3)	(30.7)	(41.6)	(32.7)

손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	3.7	9.3	17.1	5.7	14.7
증가율 (Y-Y%)	(78.5)	153.7	83.1	(66.7)	158.3
영업이익	(24.2)	(22.4)	(18.2)	(30.9)	(30.0)
증가율 (Y-Y%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(22.6)	(20.3)	(15.5)	(28.3)	(27.5)
영업외손익	(5.8)	(6.7)	0.0	(10.2)	16.7
순이자수익	(2.0)	(1.5)	(2.2)	(4.1)	(0.7)
외화관련손익	(0.0)	(0.1)	0.0	(0.4)	0.4
자본법손익	0.0	0.0	(0.9)	(8.2)	0.0
세전계속사업손익	(30.0)	(29.1)	(18.2)	(41.1)	(13.3)
당기순이익	(30.3)	(21.9)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
지배기업당기순이익	(29.7)	(19.5)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(17.6)	(16.2)	(13.2)	(22.4)	(21.7)
(+) Dep	1.6	2.1	2.6	2.6	2.5
(-) 운전자본투자	(7.6)	9.0	5.2	1.9	19.2
(-) Capex	26.3	2.5	9.2	14.9	1.3
OpFCF	(34.6)	(25.6)	(24.9)	(36.6)	(39.8)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	130.0	102.0	90.3	15.6	16.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(659.4)	(240.1)	(106.6)	(544.6)	(204.4)
EBITDA마진(%)	(615.0)	(217.8)	(91.1)	(498.4)	(187.6)
순이익률 (%)	(824.0)	(234.8)	(111.9)	(716.2)	(107.3)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	(19.1)	(30.7)	(21.2)	(28.0)	(15.9)
당기순이익	(30.3)	(21.9)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
자산상각비	1.6	2.1	2.6	2.6	2.5
운전자본증감	7.5	(23.0)	3.2	7.3	(10.4)
매출채권감소(증가)	2.4	(8.5)	(7.2)	(1.8)	9.7
재고자산감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(4.8)	4.0	(4.8)
매입채무증가(감소)	(0.1)	(0.3)	0.2	(0.1)	0.2
투자현금	0.6	(0.1)	1.0	(0.6)	2.0
단기투자자산감소	1.9	(7.9)	(3.6)	(5.1)	12.4
장기투자증권감소	15.5	(54.8)	34.4	1.0	(104.9)
설비투자	41.4	(50.9)	43.2	10.0	(103.8)
유무형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.6)
재무현금	(26.3)	(2.5)	(9.2)	(14.9)	(1.3)
차입금증가	1.1	0.8	0.5	1.7	(0.2)
자본증가	26.6	56.0	(6.1)	18.5	123.8
배당금지급	19.6	(0.8)	(6.5)	18.6	1.9
현금 증감	0.7	0.0	0.5	0.0	7.5
총현금흐름(Gross CF)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본증가(감소)	23.0	(29.4)	7.1	(8.1)	2.5
(-) 설비투자	(21.1)	(21.8)	(13.3)	(26.4)	(23.1)
(+) 자산매각	(7.6)	9.0	5.2	1.9	19.2
Free Cash Flow	26.3	2.5	9.2	14.9	1.3
(-) 기타투자	1.1	0.8	0.5	1.7	(0.2)
잉여현금	(3.2)	(85.0)	14.0	(27.2)	(118.3)

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(2,168)	(1,423)	(1,192)	(2,203)	(780)
BPS	1,196	3,820	2,834	875	6,650
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	34.3	5.3	5.1	22.0	21.1
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	152.9	36.5	14.4	62.6	212.2
재무건전성 (%)					
부채비율	346.6	100.4	104.3	285.7	30.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	43.2	230.3	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	129.4	164.5	489.7	51.7	660.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	66.2	31.4	20.5	82.1	12.4
자산구조					
투하자본(%)	26.8	30.2	51.0	89.9	42.4
현금+투자자산(%)	73.2	69.8	49.0	10.1	57.6
자본구조					
차입금(%)	71.5	45.7	46.5	71.6	13.4
자기자본(%)	28.5	54.3	53.5	28.4	86.6

인제니아테라퓨틱스 (Reg.S)

(950260)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		신규
적정주가			
Earnings			

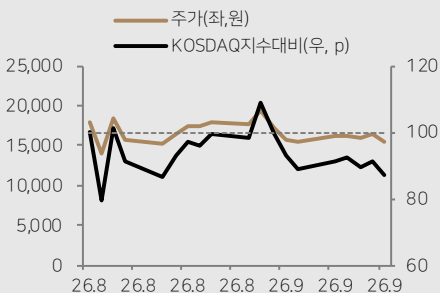
Stock Information

현재가 (9/14)	14,250원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	7,046억원
비중(KOSDAQ내)	0.15%
발행주식수	49,445천주
52주 최저가 / 최고가	14,100 - 19,290원
3개월 일평균거래대금	1,701억원
외국인 지분율	0.9%
주요주주지분율(%)	
한상열(외 6인)	20.5

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	n/a	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a

Price Trend


DAOL 다올투자증권

머크가 선택한 다음 카드

Issue

TIE2 기반 혈관 정상화 플랫폼 기업. 업황 점검

Pitch

TIE2 직접 활성화 기술을 기반으로 안과에서 신장질환·녹내장·항암 등으로 파이프라인 확대 중. MSD가 개발 중인 MK-8748은 후기 임상에 진입하며 글로벌 개발 본격화. 2027년 IGT-303 임상2a상 데이터 확보 및 기술이전 추진으로 후속 파이프라인 모멘텀도 유효. 다만 1개월 보호예수 해제에 따른 단기 오버행 부담 존재

Rationale

- 핵심 파이프라인 MK-8748은 TIE2 직접 활성화와 VEGF 억제를 결합한 이중항체. MSD가 습성 황반변성(nAMD)·당뇨병성 황반부종(DME) 후기 임상에서 아일리아 대비 효능 및 투여 간격 검증 중. 임상 성공 시 Best-in-class 기대
- IGT-303(만성신장질환)은 영장류 전임상에서 단백뇨 약 60% 감소 확인. 글로벌 임상2a상 결과 확보 후 L/O 목표. 임상 결과가 TIE2 플랫폼의 적응증 확장 가능성을 판단할 주요 변수
- 9/18 1개월 보호예수 해제로 유통가능 비중 58.3%까지 확대. 단기 수급 부담에도 임상 진전·마일스톤 유입·추가 기술이전 등 중장기 성장 모멘텀은 유효

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	n/a	n/a	n/a	3.5	0.0
영업이익	n/a	n/a	n/a	(10.5)	(33.2)
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(10.2)	(32.2)
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	21.5	(26.4)
순차입금	n/a	n/a	n/a	(1.6)	(9.4)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	0.0	(100.0)
영업이익률	n/a	n/a	n/a	(298.3)	0.0
지배주주순이익률	n/a	n/a	n/a	607.8	0.0
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	적전
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	(81.5)

인제니아테라퓨틱스는,

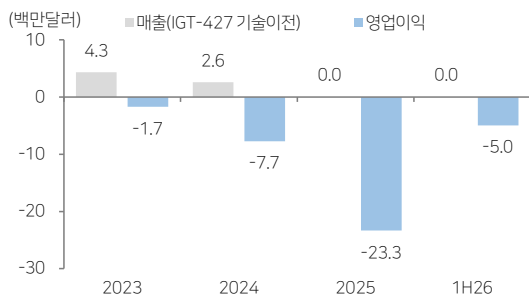
인제니아테라퓨틱스는 2018년 미국 보스턴에서 설립된 혈관질환 항체 신약 개발 회사로, 손상된 미세혈관의 복구 및 보호, 정상화를 기반으로 안과와 만성질환 중심으로 신약을 개발하고 있다.

핵심 파이프라인은 IGT-427(망막질환), IGT-302(녹내장), IGT-303(만성신장질환)이다. 혈관 내피 세포의 TIE2 수용체를 직접 활성화해 혈관 안정화와 정상화를 유도하는 TIE-Body 기술과, 질환유발 단백질을 포획해 혈관내피세포 내부로 유입, 제거하는 LCIDEC 플랫폼을 기반으로 다양한 혈관 관련 질환의 신약 후보물질을 개발하고 있다.

당사는 9월 14일 기준 시가총액은 7,046억원이고, 26년 8월 18일 코스닥에 상장하였다.

사업부문 Breakdown

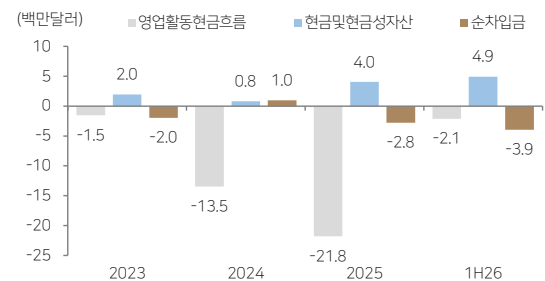
- 당사의 매출은 IGT-427의 기술이전에 따른 계약금 및 마일스톤 인식에 따라, 23년 4.3백만 달러, 24년 2.6백만달러가 매출로 인식됨
- 반면, 임상개발 확대에 따라 연구개발비가 증가하며, 영업적자가 지속되고 있음. 25년부터 파이프라인의 개발 본격화로 손실규모가 확대됨.



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

Financials

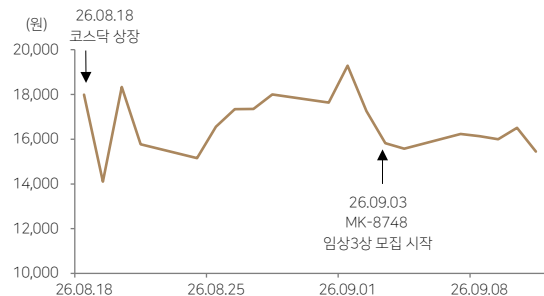
- 임상개발비 집행에 따라 영업활동현금흐름은 적자를 지속하고 있으나, IGT-427의 후기 임상 진입에 따른 약 5백만달러 규모 마일스톤 유입으로 1H26 현금여력은 개선
- 차입금 규모는 제한적인 수준으로, 1H26 순차입금 -39억원, 순현금 상태를 유지하고 있음
- 다만 자체 영업현금 창출력이 아직 부족해, 향후 임상 확대 시 추가 마일스톤 수령 여부와 외부 자금조달 필요성이 주요 재무 변수로 작용할 전망



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권 추정

주가

- 26년 8월 18일 코스닥에 신규 상장했으며, 공모 가는 희망밴드 하단이 12,000만원으로 확정
- 핵심 파이프라인 IGT-427(MK-8748)이 Eyebio를 통해 MSD로 이전된 이후 MSD 핵심 파이프라인에 편입됐음.
- 26년 3월 nAMD 임상2b/3상에 진입, 26년 9월 IGT-427 임상3상 환자모집이 시작되며 후기 임상 가치가 주가의 주요 모멘텀으로 부각



Source: Quantiwise, 다올투자증권

I. Anti-VEGF 이후의 전략

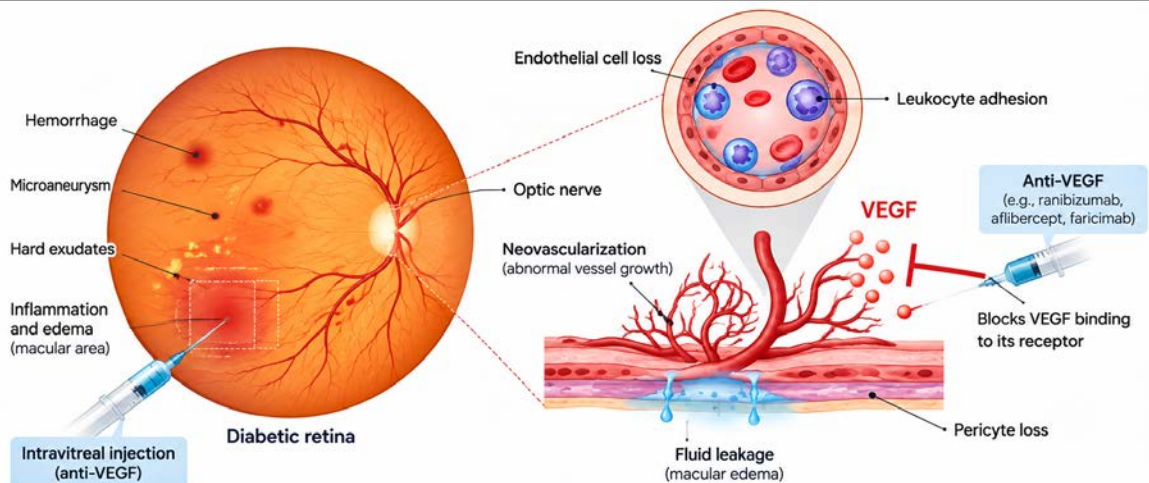
I-1. TIE2로 혈관 안정화를 직접 겨냥하다

표준치료(SoC)로 자리 잡은 VEGF 억제제

습성 황반변성(neovascular Age-related Macular Degeneration; nAMD), 당뇨병성 황반부종(Diabetic Macular Edema; DME) 등 주요 망막질환은 망막 혈관의 비정상적인 생성이나 누출로 시력이 저하되는 질환이다. 이 과정에서 핵심적인 역할을 하는 것이 VEGF(Vascular Endothelial Growth Factor; 혈관내피성장인자)다.

VEGF는 혈관 생성을 촉진하고 혈관 투과성을 높이는 단백질로, 과도하게 활성화될 경우 비정상적인 혈관 생성과 누출을 유발한다. 특히 망막 중심부인 황반에 부종이나 출혈이 발생하면 시력 저하로 이어질 수 있다. 이에 VEGF를 억제제가 망막질환의 표준치료로 자리 잡았으며, Eylea(아일리아; Regeneron), Lucentis(루센티스; Genentech/Roche) 등이 대표적이다.

Fig. 30: VEGF 과활성에 따른 망막 혈관 이상과 anti-VEGF 작용 기전



Source: Regu VR et al., International Journal of Biological Macromolecules, 2025, 당사 재구성, 다올투자증권
 Note: 당뇨병망막병증/DME를 예시로 한 모식도

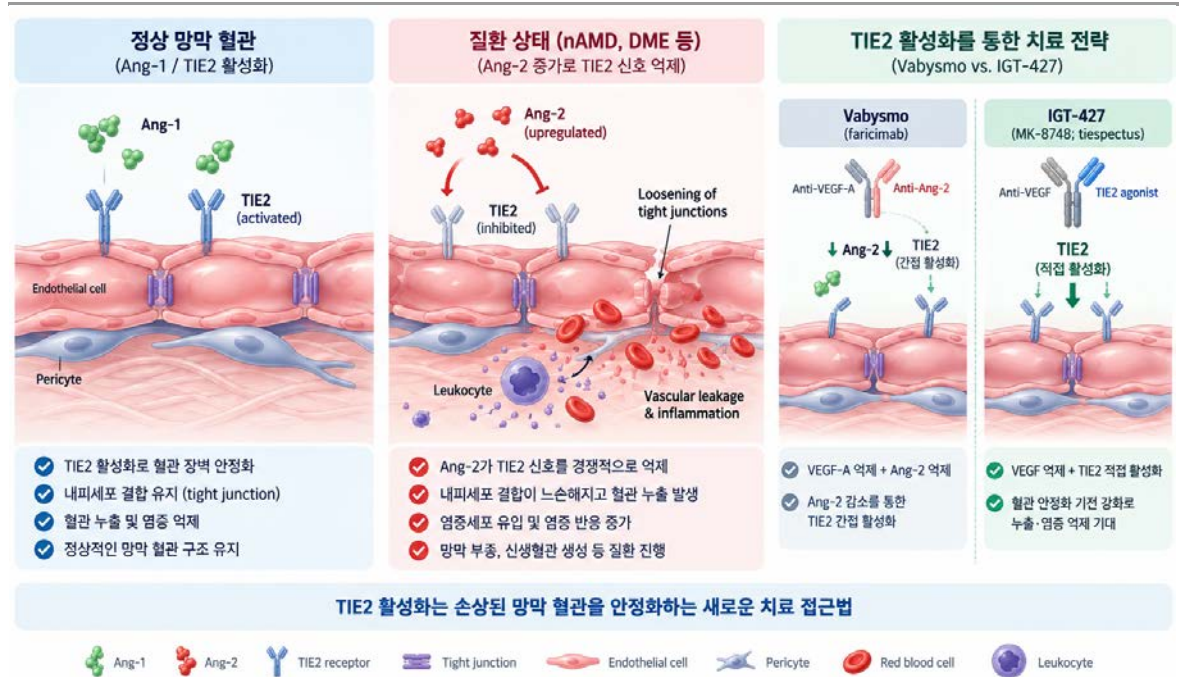
망막질환 치료의
진화: '혈관 안정화'를
더한 Vabysmo

VEGF 저해제는 망막질환의 치료 성과를 크게 개선했지만, VEGF 억제만으로는 이미 불안정해진 혈관 자체를 정상화하는 데 한계가 있다. 이를 보완하기 위해 개발된 치료제가 Vabysmo(바비스모; Roche)다. Vabysmo는 VEGF-A와 Ang2(Angiopoietin-2)를 동시에 억제하는 이중항체로, 비정상적인 혈관 생성과 누출을 줄이는 동시에 혈관 안정화까지 유도한다. Ang2는 혈관 안정화에 관여하는 TIE2(Tyrosine kinase with immunoglobulin-like and EGF-like domains 2)의 활성화를 방해하는 단백질로, 이를 억제하면 TIE2 활성이 간접적으로 높아진다.

Vabysmo를
넘어서다: TIE2 '직접
활성화'의 기전적
우위

반면 인제니아테라퓨틱스는 TIE2 자체를 직접 활성화해 혈관 안정화를 유도한다. 대표 파이프라인 IGT-427(MK-8748)은 TIE2 직접 활성화에 VEGF 억제 기전을 결합한 이중항체다. 현재 파트너사인 MSD(EyeBio)가 습성 황반변성(nAMD)과 당뇨병성 황반부종(DME)을 대상으로 후기 임상을 진행하고 있다.

Fig. 31: TIE2 활성화 기전: Vabysmo vs. IGT-427



Source: The Angiogenesis Foudnation, 당사 재구성, 다올투자증권

I-2. 머크가 선택한 IGT-427, Best-in-class를 노린다

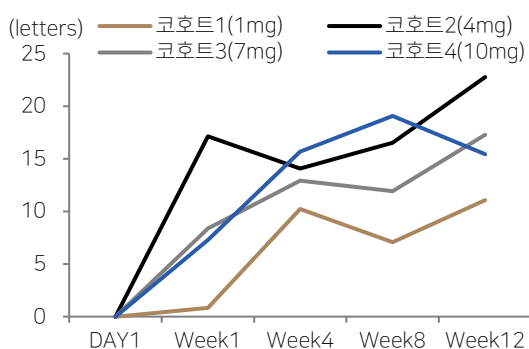
MSD 주도의 대규모 후기 임상과 Best-in-class 잠재력

IGT-427은 초기 단계 L/O 이후 MSD 인수를 거치며 신약 가치가 빠르게 재평가된 파이프라인이다. 인제니아는 2022년 전임상 단계였던 IGT-427과 녹내장 치료제 IGT-302를 EyeBio에 총 계약 규모 약 1조원의 기술이전 및 공동개발 계약을 체결했다. 이 가운데 IGT-427은 먼저 임상 개발이 본격화됐으며, 2024년 MSD가 EyeBio를 최대 30억달러에 인수하면서 MK-8748로 편입됐다.

이후 임상 개발도 빠르게 진전됐다. 습성 황반변성(neovascular AMD; nAMD) 임상 1/2a상에서는 투여 1주 내 치료 반응과 4주 내 망막 구조 정상화가 관찰됐으며, 12주차 기준 중심망막두께(Central Subfield Thickness; CST)는 최대 218 μ m 감소하고 최대교정시력(Best Corrected Visual Acuity; BCVA)은 7.8 letters 개선됐다.

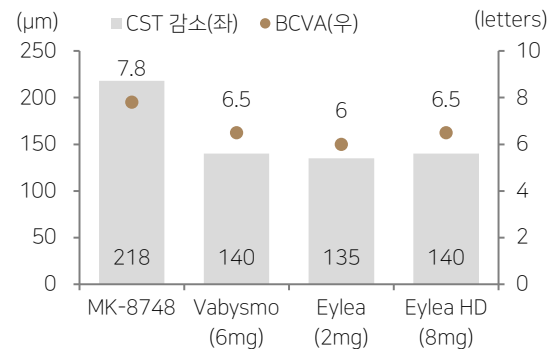
현재 MSD는 습성 황반변성(nAMD) 2건의 임상2b/3상과 당뇨병성 황반부종(DME) 2건의 임상3상 등 총 4건의 후기 임상을 진행 중이다. 전체 환자 규모는 약 4,000명으로, 아일리아와의 직접 비교를 통해 효능과 투여 간격을 검증하고 있다. nAMD 임상은 2028년, DME 임상은 2029년 주요 평가가 완료될 예정이다. 아일리아 대비 시력 개선 효과와 함께 투여 간격 연장 가능성까지 확인될 경우 Best-in-class로서의 경쟁력이 부각될 전망이다.

Fig. 32: IGT-427(MK-8748) 1/2a상: 용량별 BCVA 변화



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

Fig. 33: IGT-427(MK-8748) vs. 주요 nAMD 치료제



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

Note: MK-8748(up to 10mg)은 임상1/2a상(RIOJA) 기준, Vabysmo는 임상3상(TENAYA+LUCERNE) 기준, Eylea는 임상3상(PULSAR) 기준 결과 데이터

II. 안과에서 신장·녹내장으로, 확장되는 TIE2

항암 신장질환으로
뺏어나가는 TIE2

인제니아테라퓨틱스는 TIE2를 직접 활성화하는 항체 기술인 TIE body와 TIE2에 다른 치료 기전을 결합하는 다중항체 플랫폼 LCIDEC을 기반으로 후속 파이프라인을 다각화하고 있다. 이를 바탕으로 기존 안과 영역에 집중됐던 TIE2의 적용 범위를 신장질환, 녹내장, 항암제 등으로 빠르게 확대되고 있다.

대체제가 아닌 병용
요법으로 공략하는
만성신장질환(CKD)
시장

가장 앞선 후속 파이프라인은 만성신장질환(Chronic Kidney Disease; CKD) 치료제 IGT-303이다. 만성신장질환은 사구체 혈관이 손상되면서 신장의 기능이 저하되고 단백질이 소변으로 빠져나가는 질환이다. IGT-303은 TIE2를 직접 활성화해 손상된 사구체 혈관을 안정화하고 단백뇨를 줄이는 것을 목표로 개발되고 있다. 기존 SGLT2(Sodium-Glucose Cotransporter 2) 억제제와 기전이 달라 기존 치료제를 대체하기보다는 병용 치료제로 개발할 수 있다는 점도 장점이다. 만성신장질환은 혈압·혈당 조절 등 기존 표준치료를 지속해야 하는 환자가 많은 만큼, 기존 치료에 추가하는 병용요법으로 시장에 진입하기 용이할 것으로 기대된다.

전임상 원숭이 모델에서는 IGT-303 단독 투여 후 단백뇨가 약 60% 감소했다. 현재 글로벌 임상2a상을 진행 중이며, 2027년 임상 데이터 확보 및 기술이전을 목표로 하고 있다. IGT-427에 이어 TIE2 활성화 기전의 적용 가능성을 신장질환까지 확장해 확인하는 임상이라는 점에서 주목할 필요가 있다.

Fig. 34: IGT-303: TIE2 활성화를 통한 단백뇨 개선

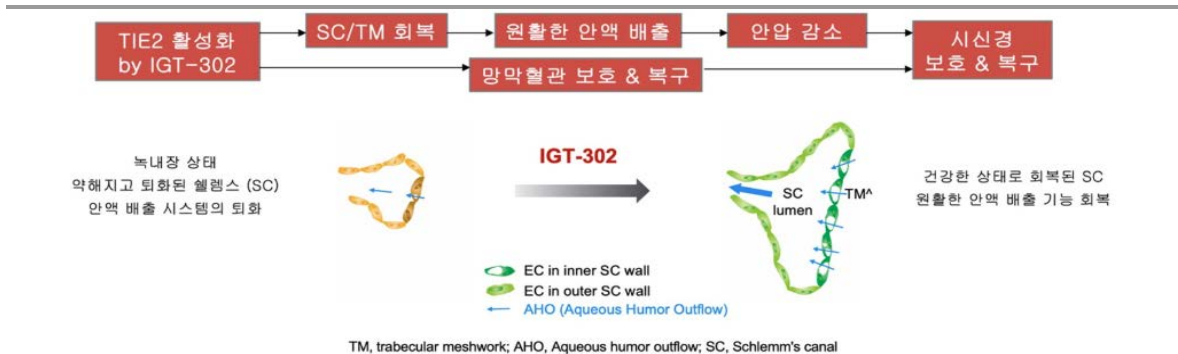


Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

매일 넣는 안약에서
'분기 1회' 투여로

녹내장 치료제 IGT-302도 TIE-body를 기반으로 개발 중이다. 녹내장은 안구 내 방수가 제대로 빠져나가지 못하면서 안압이 높아지고 시신경이 손상되는 질환이다. IGT-302는 TIE2를 활성화해 방수의 주요 배출 통로인 슬렘관(Schlemm's canal)의 기능을 회복시키는 것을 목표로 한다. 현재 표준 치료는 방수 생성을 억제하거나 배출을 촉진해 안압을 낮추는 점안제가 중심이며, 대부분 지속적인 투약이 필요하다. 반면 IGT-302는 손상된 배출 통로 자체를 정상화하는 기전으로, 분기 1회 안구 내 투여를 목표로 개발되고 있어 투약 편의성 측면에서도 차별화 가능성이 있다. 현재 전임상 단계로 2027년 내 임상1상에 진입할 계획이다.

Fig. 35: IGT-302, TIE2 활성화를 통한 방수 배출 기능 회복



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

Fig. 36: 녹내장 표준 치료제의 작용기전 및 투여 빈도

계열	제품명	성분명	기전	투여주기
프로스타글란딘 유사체	Xalatan	Latanoprost	FP 수용체 활성화 → 포도막공막 방수 유출 증가	QD
	Travatan Z	Travoprost	FP 수용체 활성화 → 포도막공막 방수 유출 증가	QD
	Lumigan	Bimatoprost	Prostaglandin 계열 → 방수 유출 증가	QD
	Zioptan	Tafluprost	FP 수용체 활성화 → 포도막공막 방수 유출 증가	QD
베타 차단제	Timoptic	Timolol	β 수용체 차단 → 모양체 방수 생성 감소	QD~BID
	Betoptic S	Betaxolol	β1 선택적 차단 → 방수 생성 감소	BID
	Ocupress	Carteolol	비선택적 β 차단 → 방수 생성 감소	BID
알파2 작용제	Alphagan P	Brimonidine	α2 활성화 → 방수 생성 감소 + 포도막공막 유출 증가	BID~TID
	Iopidine	Apraclonidine	α2 활성화 → 방수 생성 감소	TID 등
탄산탈수효소 억제제	Trusopt	Dorzolamide	Carbonic anhydrase 억제 → 방수 생성 감소	TID
	Azopt	Brinzolamide	Carbonic anhydrase 억제 → 방수 생성 감소	BID~TID
	Diamox	Acetazolamide	전신 CA 억제 → 방수 생성 감소	경구,
ROCK 억제제	Rhopressa	Netarsudil	ROCK 억제 → 섬유주·Schlemm 관 방수 유출 증가	QD
	Glanatec	Ripasudil	ROCK 억제 → 섬유주 유출 증가	BID
콜린성 약물	Isopto Carpine	Pilocarpine	Muscarinic 수용체 활성화 → 모양체근 수축 → 섬유주 유출 증가	TID~QID
	Isopto Carbachol	Carbachol	Muscarinic/콜린성 작용 → 섬유주 유출 증가	개별화

Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

Note: QD=1일 1회, BID=1일 2회, TID=1일 3회, QID=1일 4회 투여

다중항체로의 진화,
그리고 다가오는
가치 입증의 시간

TIE2 적용 범위는 다중항체로도 넓어지고 있다. LCIDEC 플랫폼은 TIE2 활성화에 다른 치료 기전을 결합하는 기술로, 대표 파이프라인 IGT-532는 TIE2 활성화와 VEGF(Vascular Endothelial Growth Factor; 혈관내피성장인자), PD-1(Programmed Cell Death Protein 1) 억제제를 하나의 항체에 결합한 항암제다. 종양 혈관을 정상화해 약물의 종양 내 전달과 면역세포 침투를 높이는 것을 목표로 개발 중이다.

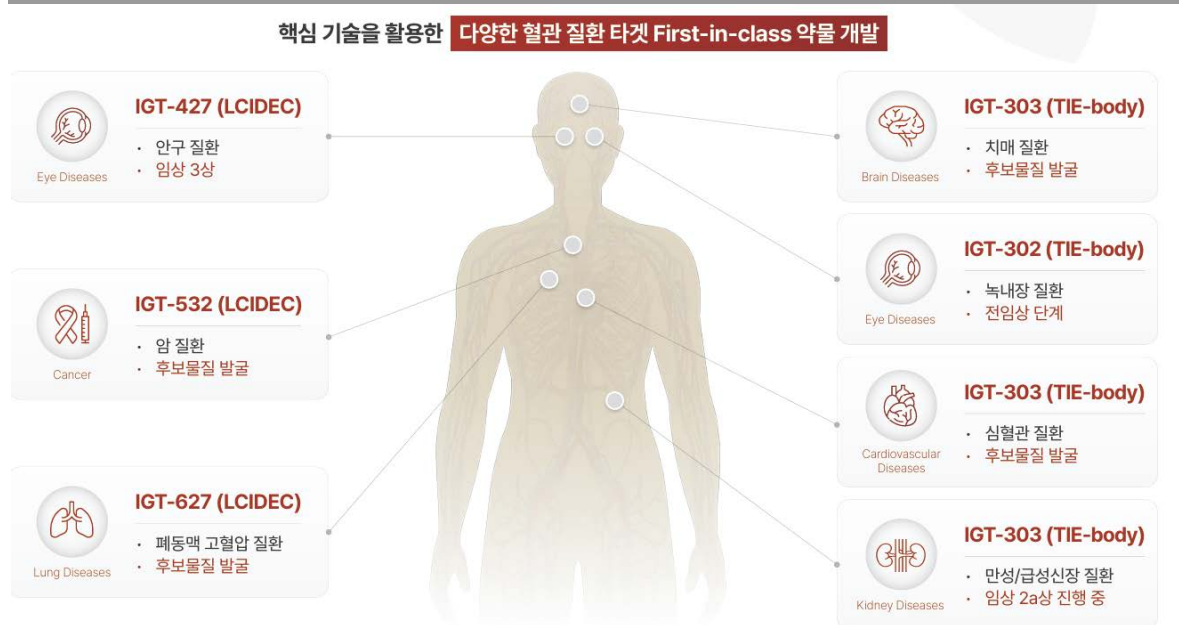
향후 관건은 IGT-303(CKD)의 임상2a상에서 TIE2 활성화 기전의 유효성을 확인하는 것이다. 긍정적인 결과가 확인될 경우 IGT-427에 이어 TIE2 기전의 가능성을 추가로 입증하며, 후속 파이프라인의 가치와 추가 기술이전 기대감도 높아질 전망이다.

Fig. 37: TIE2 기반 플랫폼 기술, 녹내장·항암 등으로 적응증 확대



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

Fig. 38: TIE2 기반 파이프라인, 다양한 혈관 질환으로 확장



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

III. 단기 수급 부담, 펀더멘털은 유효

펀더멘털과 별개로
단기 오버행은
확인할 필요

9/18 1개월 보호예수 해제를 앞두고 단기 수급 부담이 예상된다. 상장 1개월 시점에 보호예수가 해제되는 물량은 전체 주식수의 약 32.8%에 달한다. 이에 따라 유통가능 주식 비중은 상장 직후 25.6%에서 58.3%로 확대될 예정이다.

보호예수 해제 자체가 회사의 펀더멘털에 미치는 영향은 없으나, 기존 대비 유통 가능한 주식 수가 단기간 크게 증가한다는 점에서 해제 전후 주가 변동성 확대 가능성은 염두에 둘 필요가 있다. 특히 보호예수 해제 물량의 실제 출회 여부와 소화 속도가 단기 주가의 주요 변수로 작용할 전망이다.

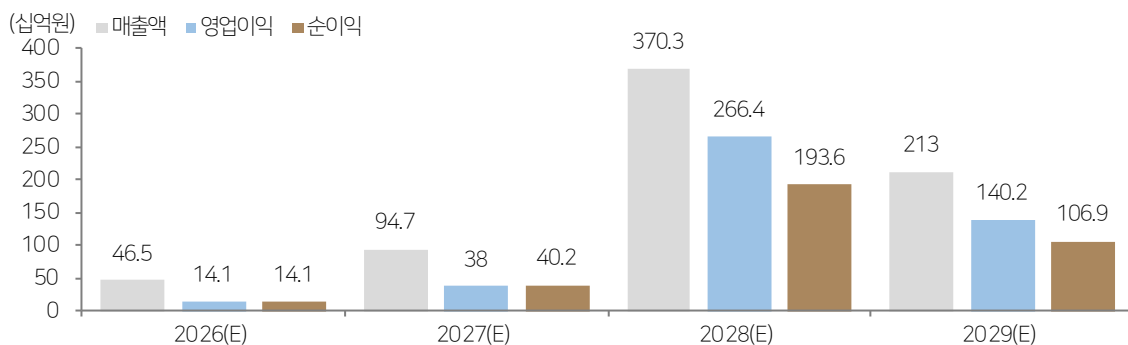
다만 보호예수 해제에 따른 단기 수급 부담과는 별개로, 중장기 펀더멘털은 여전히 견조하다고 판단한다. 향후 기업가치는 MK-8748의 임상 진전과 마일스톤 유입, IGT-303 임상2a상 및 기술이전 여부에 따라 결정될 전망이다.

Fig. 39: 인제니아테라퓨틱스 보호예수 현황

구분	주식수	유통가능 주식수 비율
상장일 유통가능	12,652,939 DR	25.60%
상장후 1개월뒤 유통가능	28,871,128 DR	58.30%
상장후 3개월뒤 유통가능	31,011,587 DR	62.70%
상장후 6개월뒤 유통가능	31,628,474 DR	63.90%
상장후 12개월뒤 유통가능	35,887,999 DR	72.50%
상장후 30개월뒤 유통가능	40,985,816 DR	82.80%
상장후 36개월뒤 유통가능	49,489,111 DR	100.00%

Source: DART, 다올투자증권

Fig. 40: 마일스톤 유입에 따른 실적 성장 전망



Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

Fig. 41: 주요 파이프라인 현황

구분	파이프라인	연구단계	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	비고
주요 파이프라인	IGT-427 (MK-8748)						- MSD 안과 핵심 파이프라인 - 임상3상 2건 진행 중
	IGT-303						- 호주 임상1/2a 상 개시(25.11) - 임상2a 상 진행 중(호주, 26.06)
	IGT-302						- MSD 와 공동연구 진행
후속 파이프라인	IGT-532						- 27년 임상1상 개시 예정 - VEGF/PD-1/TIE2 삼중항체
	IGT-303						- TIE2 활성화 작용 - 치매치료의 병용치료제로 개발 중
	IGT-627						- TIE2 활성화+섬유화 억제 기전 - 하버드 의대 심혈관 센터와 연구

Source: 인제니아테라퓨틱스, 다올투자증권

인제니아테라퓨틱스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	n/a	n/a	n/a	40.1	23.1
현금성자산	n/a	n/a	n/a	4.2	11.2
매출채권	n/a	n/a	n/a	0.7	0.0
재고자산	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
비유동자산	n/a	n/a	n/a	15.7	6.2
투자자산	n/a	n/a	n/a	9.0	4.4
유형자산	n/a	n/a	n/a	0.4	1.0
무형자산	n/a	n/a	n/a	0.6	0.6
자산총계	n/a	n/a	n/a	55.7	29.3
유동부채	n/a	n/a	n/a	8.6	8.7
매입채무	n/a	n/a	n/a	0.6	2.2
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	0.9	0.9
비유동부채	n/a	n/a	n/a	1.8	1.0
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	1.7	0.9
부채총계	n/a	n/a	n/a	10.4	9.7
자본금	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	40.4	41.6
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	2.5	(24.3)
자본조정	n/a	n/a	n/a	2.4	2.3
자기주식	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
자본총계	n/a	n/a	n/a	45.3	19.6
투하자본	n/a	n/a	n/a	31.6	8.5
순차입금	n/a	n/a	n/a	(1.6)	(9.4)
ROA	n/a	n/a	n/a	38.5	(62.2)
ROE	n/a	n/a	n/a	47.4	(81.5)
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	(120.0)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	n/a	n/a	n/a	(19.8)	(31.3)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	23.1	(26.7)
자산상각비	n/a	n/a	n/a	0.3	1.0
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	(33.6)	(5.6)
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	(2.8)	2.1
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	(0.7)	0.5
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
투자현금	n/a	n/a	n/a	0.2	1.7
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	(2.3)	(0.2)
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	2.8	35.8
설비투자	n/a	n/a	n/a	3.6	36.5
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
재무현금	n/a	n/a	n/a	(0.3)	(0.8)
차입금증가	n/a	n/a	n/a	(0.2)	0.0
자본증가	n/a	n/a	n/a	15.3	0.0
배당금지급	n/a	n/a	n/a	0.0	(0.8)
현금 증감	n/a	n/a	n/a	0.6	0.8
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	(1.7)	4.6
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	(10.1)	(31.2)
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	28.2	(24.1)
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	0.3	0.8
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	(0.2)	0.0
잉여현금	n/a	n/a	n/a	(10.2)	6.7

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	n/a	n/a	n/a	3.5	0.0
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	0.0	(100.0)
영업이익	n/a	n/a	n/a	(10.5)	(33.2)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	적지	적지
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(10.2)	(32.2)
영업외손익	n/a	n/a	n/a	40.7	4.6
순이자수익	n/a	n/a	n/a	0.0	(0.0)
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	(0.0)	(0.0)
자본법손익	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	30.2	(28.6)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	21.5	(26.4)
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	21.5	(26.4)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	적지	적전
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	(7.5)	(24.1)
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	0.3	1.0
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	28.2	(24.1)
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	0.3	0.8
OpFCF	n/a	n/a	n/a	(35.6)	0.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	(298.3)	0.0
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	(289.7)	0.0
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	607.8	0.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	510	(599)
BPS	n/a	n/a	n/a	629	260
DPS	n/a	n/a	n/a	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
재무건전성 (%)	n/a	n/a	n/a	23.0	49.3
부채비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	464.0	264.9
유동비율	n/a	n/a	n/a	332.5	n/a
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	1.4	n/a
이자비용/매출액					
자산구조	n/a	n/a	n/a	70.6	35.2
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	29.4	64.8
현금+투자자산(%)					
자본구조	n/a	n/a	n/a	5.5	8.5
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	94.5	91.5
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	23.0	49.3

오름테라퓨틱

(475830)

Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		신규
적정주가			
Earnings			

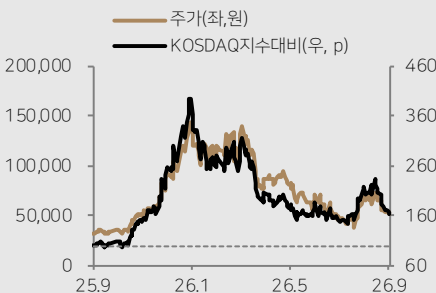
Stock Information

현재가 (9/14)	49,950원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	10,849억원
비중(KOSDAQ내)	0.24%
발행주식수	21,720천주
52주 최저가 / 최고가	31,800 - 143,700원
3개월 일평균거래대금	83억원
외국인 지분율	7.0%
주요주주지분율(%)	
이승주(외 5인)	15.9

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	19.5
EV/EBITDA(배)	0.9	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(26.7)	(64.2)	55.1	(58.4)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	(20.0)	(34.2)	59.9	(45.6)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

진화하는 DAC, 앞서가는 오름

Issue

국내 DAC 기술 선두주자. 업황 점검

Pitch

항체에 표적단백질분해제(TPD)를 결합한 DAC 플랫폼으로 기존 ADC 페이로드의 내성 한계를 극복. 빅파마 기술이전으로 플랫폼 가치 입증 완료. 2027년 ORM-6151(BMS) 1상 1차 평가 종료, ORM-1023 전임상 데이터 확인 예상. 범용 링커 PROTAAb 기반 추가 파트너링 모멘텀 기대

Rationale

- GSPT1 분해 기반 DAC 플랫폼(TPD²) 기술 보유. BMS (ORM-6151, 1.8억달러), Vertex(플랫폼, 최대 9.45억달러) 기술이전을 통해 기술력 검증 완료
- ORM-6151(CD33xGSPT1)은 글로벌 임상1상 중으로 1H27 1차 평가 종료 예정. 과거 ORM-5029(HER2) 간독성으로 인한 임상 중단 전례가 있는 만큼, 안전성 확인 시 플랫폼 디스카운트 해소의 핵심 근거가 될 전망
- 250개 이상 세포주 스크리닝으로 고형암(소세포폐암·신경내분비종양 등) 적용 가능성 확인해 ORM-1023 도출
- 범용 접합 링커 PROTAAb을 통해 GSPT1 외 신규 페이로드(BRD4·IRAK4 등)로 적용 범위 확장 중. 추가 기술이전 가능성 유효

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	n/a	0.1	135.4	20.9	0.0
영업이익	n/a	(45.1)	95.6	(8.3)	(51.8)
EBITDA	n/a	(44.5)	98.2	(5.5)	(48.5)
지배주주순이익	n/a	(45.2)	68.2	(5.7)	(42.0)
순차입금	n/a	(11.2)	84.6	(90.5)	(107.1)
매출증가율	n/a	0.0	178,261.4	(84.6)	(99.9)
영업이익률	n/a	(59,431.1)	70.6	(39.9)	(219,651.5)
지배주주순이익률	n/a	(59,514.3)	50.4	(27.5)	(178,105.4)
EPS증가율	n/a	적자	흑전	적전	적지
ROE	n/a	n/a	na	na	(33.2)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

오름테라퓨틱은,

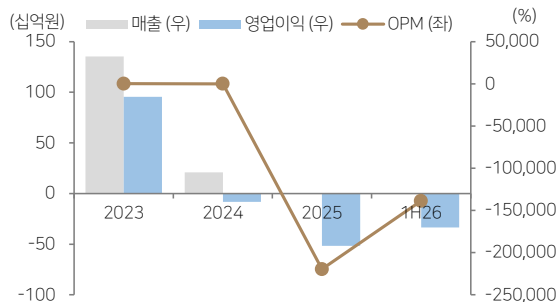
오름테라퓨틱은 ADC와 TPD 기술을 융합한 DAC(항체-분해약물 접합체)를 개발하는 신약개발 기업으로, 25년 기술특례상장을 통해 코스닥에 상장하였다.

기존 ADC의 세포독성 payload 대신 단백질 분해제를 활용해 표적 세포 내 질환 단백질을 선택적으로 제거하는 것이 핵심 차별점이다. 주요 파이프라인은 GSPT1 degrader를 활용한 혈액암 중심의 DAC 프로그램이며, 대표적으로 CD33을 표적하는 ORM-6151이 있다. ORM-6151은 BMS에 기술이전되어, BMS-986497로 개발되고 있으며, 이외 자체 DAC 파이프라인을 확장하고있다.

당사는 9월 14일 기준 시가총액 10,849억원이며, 코스닥 제약 업종에 속해있다.

사업부문 Breakdown

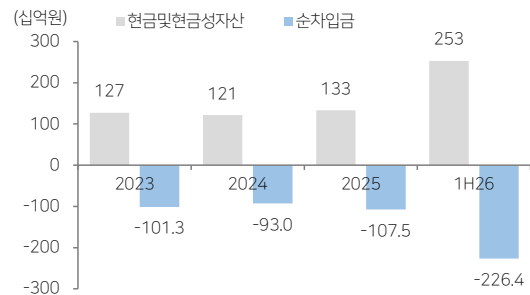
- 1H26 기준 연결매출 0.2억원, 영업손실 334억원으로, 기술이전 계약금 및 마일스톤 중심의 매출인식 구조에 따라 연도별 실적 변동성이 큼.
- 23년 BMS와 총 \$180mn 규모의 기술이전계약을 체결하고, \$100mn의 선급금을 인식하며 매출 1,354억원, 영업이익 979억원을 기록
- 24년에는 Vertex 공동연구 계약의 선급금 \$15mn 인식으로 매출 209억원 기록



Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

Financials

- 1H26 기준 현금및현금성자산 약 2,532억원, 순차입금 -2,264억원으로, 단기적인 자금조달 부담은 낮은 편.
- 23년 BMS 기술이전 계약금 및 RCPS 발행을 통해 현금을 확보했으며, 25년 하반기 약 1,450억원 규모의 CPS 발행으로 추가 유동성을 확보
- 다만 현금 증가가 자체 영업현금흐름보다 기술이전 및 외부 자금조달에 기반하고 있어, 향후 임상 확대에 따른 현금 소진과 추가 마일스톤 유입 여부가 중요



Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

주가

- 25년 2월 상장이후, 4월 ORM-5029의 임상1상 자진중단 발표로 투자심리가 급격히 악화
- 이후, ORM-1153을 차세대 핵심 파이프라인으로 선정하고, 25년 10월 이후 ASH 전임상 데이터 기대감 및 26년 IND 로드맵이 부각되며 주가 반등
- 25년 말 약 1,450억원 규모 CPS 투자 유치까지 더해지며 주가가 상승했으나, 이후 바이오 투자심리 악화와 임상진입 전 공백으로 조정국면을 보임



Source: Quantiwise, 다올투자증권

I. 포스트 ADC, 페이로드의 세대 교체

I-1. 항체에 TPD를 달다

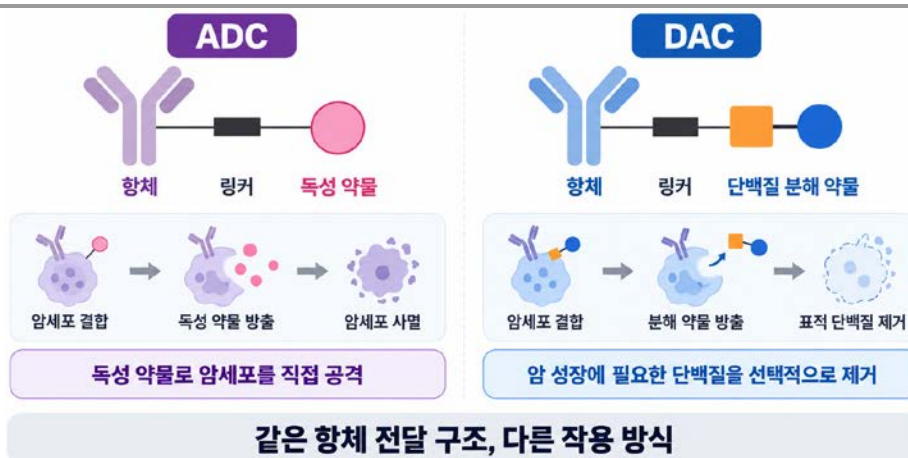
항체에 단백질
분해제를 더한 DAC

오름테라퓨틱은 항체에 단백질 분해제를 결합한 DAC(Degrader-Antibody Conjugate) 기술을 보유하고 있다. 기존 ADC(Antibody-drug Conjugate)가 항체를 통해 세포독성 약물을 전달한다면, DAC은 암세포 생존에 필요한 단백질을 제거하는 분해제를 전달한다. 이러한 표적 단백질 분해(TPD; Targeted Protein Degradation) 기술은 기존 억제제로 공략하기 어려웠던 표적(Undruggable target)까지 약물 개발 범위를 넓힐 수 있다. 오름테라퓨틱은 자체 개발한 이중 정밀 표적 단백질 분해(TPD²; Dual Precision Targeted Protein Degradation) 플랫폼을 기반으로 혈액암과 고형암 치료제를 개발하고 있으며, BMS와 Vertex에 각각 후보물질과 플랫폼 기술을 이전한 바 있다.

페이로드 내성을
극복할 DAC

ADC는 항체의 표적뿐 아니라 실제 항암 효과를 내는 페이로드에 따라 치료 효과가 달라진다. 현재 ADC 개발은 Enhertu(엔허투; AstraZenca/Daiichi Sankyo)에 사용된 Topoisomerase I(Topo1) 억제제, 미세소관 억제제(MMAE·DM1) 등과 같은 일부 페이로드에 집중되어있다. 해당 페이로드에 내성이 발생하면 항체의 표적을 바꾸더라도 같은 계열의 페이로드를 사용하는 후속 ADC의 치료 효과가 제한될 수 있다. 이러한 한계를 보완하기 위해 새로운 작용기전을 가진 페이로드 개발이 중요해지고 있다. DAC은 암세포 생존에 필요한 단백질을 분해하는 방식으로 기존 ADC와 차별화를 추진하고 있다.

Fig. 42: ADC와 DAC의 구조 및 작용 방식 비교



Source: 다올투자증권

I-2. GSPT1, 암세포의 생존을 겨냥하다

GSPT1 분해로
암세포 사멸 유도

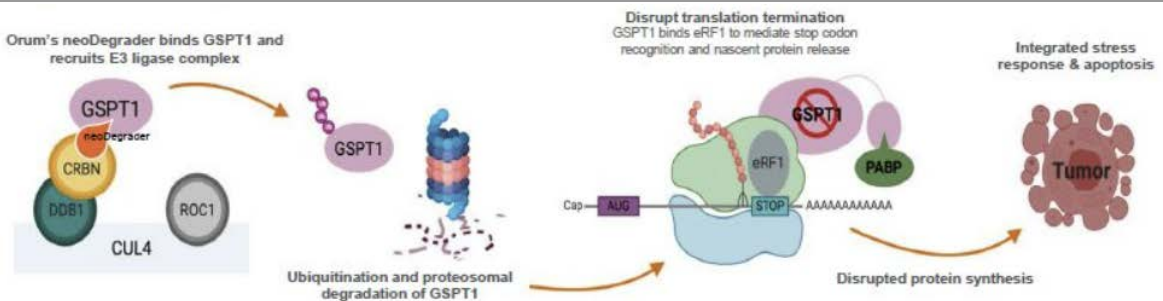
오름테라퓨틱의 주요 파이프라인은 GSPT1을 분해하는 페이로드를 활용한다. GSPT1(G1 to S phase transition 1)은 세포의 단백질 생산 과정에 필요한 단백질이다. 이를 분해하면 단백질 합성에 문제가 생기고 세포 내 스트레스가 증가해 세포 사멸로 이어질 수 있다. 오름테라퓨틱은 전임상에서 GSPT1 분해에 따른 항암 효과를 확인했으며 혈액암과 고형암 중심으로 치료제를 개발하고 있다.

표적단백질분해(TPD)의 대표적인 방식에는 PROTAC과 분자접착제 (Molecular Glue)가 있다. PROTAC은 목표 단백질에 붙는 부분과 E3 ligase(분해 표지를 붙이는 세포 내 효소)에 붙는 부분을 링커로 연결한 구조다. 분자접착제는 효소에 결합해 새로운 결합면을 만들어, 목표 단백질이 달라붙도록 돕는 약물이다. 두 방식 모두 목표 단백질에 제거 표지가 붙게 해 세포가 이를 분해하도록 유도한다. 오름테라퓨틱의 GSPT1 분해제는 분자접착제 방식으로 작용한다. 분자접착제는 GSPT1의 분해 과정에서 함께 소모되지 않아 다른 GSPT1 단백질의 분해에도 반복적으로 작용할 수 있다.

정상세포에 대한
영향을 줄이는 것이
핵심

다만 GSPT1은 정상세포에도 필요한 단백질로, 분해제가 정상세포에 작용하면 독성이 발생할 수 있다. 이 경우 항암 효과를 내는 데 필요한 용량까지 투여하기 어려워진다. 오름은 항체를 활용해 분해제를 암세포에 선택적으로 전달함으로써 이러한 독성 부담을 줄이고 있다. 대표 후보물질인 ORM-6151과 ORM-1153은 동일한 GSPT1 분해제에 각각 CD33, CD123 표적 항체를 결합한 혈액암 치료제다. 향후 임상에서 유효성과 안전성이 확인되면 GSPT1 플랫폼의 가치가 높아지고, 후속 파이프라인 개발과 추가 기술이전에도 긍정적으로 작용할 전망이다.

Fig. 43: GSPT1 분해를 통한 단백질 합성 방해 → 암세포 사멸



Source: EHA 2020, 오름테라퓨틱, 다올투자증권

I-3. 커지는 DAC 시장, 쌓이는 개발 경험

BMS, Vertex가
선택한 DAC
선두주자

새로운 페이로드에 대한 수요가 높아지면서 DAC에 대한 빅파마의 투자와 Nurix, Firefly Bio, C4 Therapeutics 등의 개발 참여가 이어지고 있다. 오름테라퓨틱은 임상 개발 경험과 글로벌 제약사 파트너십을 확보하고 있다는 점이 강점이다. 대표 파이프라인 ORM-6151은 BMS 주도로 임상1상이 진행 중이며, 후속 파이프라인 ORM-1153도 미국 IND 승인을 받아 연내 임상1상 개시를 목표로 하고 있다. 축적한 개발 경험은 후속 후보물질의 항체·링커 설계에 활용할 수 있다. 또한 BMS에 후보물질을, Vertex에 플랫폼 기술을 이전하며 개별 신약과 플랫폼 양쪽에서 파트너십을 확보했다.

Fig. 44: 오름테라퓨틱 주요 DAC 비교: GSPT1 분해 기전과 항체·링커 구성

기업	주요 프로그램	항체 표적 / 분해 대상	DAC 개발 현황	파트너십
오름테라퓨틱	ORM-6151 / BMS-986497	CD33 / GSPT1	임상1상 진행. 단독·병용요법 평가, 1Q27 1차 평가 종료 예정	2023년 BMS 에 후보물질 기술이전(계약금 1억달러, 총 1.8억달러)
오름테라퓨틱	ORM-1153	CD123 / GSPT1	미국 IND 승인. 연내 임상1상 개시 목표	자체 개발
Firefly Bio	Firelink™ 플랫폼	항체 표적 미공개 / pan-KRAS 등	전임상 단계	2026년 6월 J&J M&A 계약(10억달러(현금)), 7월 완료
C4 Therapeutics	항암 DAC 2개 프로그램(옵션으로 3번째 타깃 추가 가능)	미공개 2개 타깃	2026년 4월 계약 체결. C4T 가 분해제 페이로드 설계, Roche 가 항체 선택·접합 및 임상·상업화 전담	2026년 4월 Roche 와 DAC 공동개발 계약(계약금 2,000만달러, 마일스톤 최대 10억달러+로열티)
Nurix	항암 1건·자가면역 1건 DAC	표적 미공개	전임상 단계로 추정	2023년 Seagen 과 DAC 공동개발 계약(계약금 6,000만달러, 마일스톤 최대 34억달러). 이후 Pfizer 의 Seagen 인수로 파트너십 승계
Medilink/Kintor	MAC-001·002·003	PSMA / c-MYC	전임상(마우스 모델 종양성장억제율 최대 72%)	2023년 관련 특허 공동 출원, 2024년 공개
HealZen	DAC 글로벌 전략적 협업	표적 미공개	2026년 1월 계약 체결	2026년 1월 미국 바이오텍과 DAC 공동개발 계약

Source: 각 사, 다올투자증권

ORM-5029 실패의
교훈: 정교해진 링커
설계로 플랫폼 우려
불식에 도전

다만 과거 HER2 항체에 GSPT1 분해제를 결합한 ORM-5029의 개발 중단은 플랫폼 평가에 부담으로 남아있다. 2024년 11월 임상1상에서 중대한 이상 사례와 사망이 발생해 신규 환자 등록을 중단했으며, 2025년 4월 개발 종료를 결정했다. ORM-5029에 사용된 Val-Cit 계열 링커는 암세포 외의 효소에 의해서도 절단될 수 있다. 이 과정에서 방출된 분해제가 정상세포의 GSPT1까지 제거하면 독성으로 이어질 수 있다는 점에서, 링커의 안정성과 약물 전달의 선택성이 중요하다. 그러나 실제 간독성의 원인이 링커였는지는 확인되지 않았다.

오름테라퓨틱은 이 독성 이슈를 ORM-5029 개별 후보물질의 문제로 판단하고 있으며, GSPT1 분해제를 활용한 개발을 이어가고 있다. 후속 파이프라인 ORM-1153(CD33 x GSTP1)은 항체와 링커 설계를 개선해 불필요한 면역세포 결합과 혈중 분해제의 조기 방출을 줄이도록 했다. 향후 임상에서 안전성과 초기 항암 효과가 확인된다면 플랫폼에 대한 우려가 완화되고, 추가 기술이전 가능성도 높다고 판단된다.

Fig. 45: 오름테라퓨틱 주요 DAC 비교: GSPT1 분해 기전과 항체·링커 구성

구분	ORM-5029	ORM-6151 (BMS-986497)	ORM-1153
항체 표적	HER2	CD33	CD123
항체 특징	Pertuzumab 기반	Gemtuzumab 기반, 면역세포와의 불필요한 결합 억제	자체 개발 항체, 세포 내 유입 강화 및 불필요한 면역세포 결합 최소화
링커	Val-Cit 계열	β -glucuronide 계열	β -glucuronide 계열, 추가 최적화
페이로드 기전	GSPT1 분해	GSPT1 분해	GSPT1 분해
주요 적응증	HER2 발현 유방암·고형암	급성골수성백혈병·골수이형성이상증후군	재발·불응 급성골수성백혈병 등
개발 현황	개발 중단(2025.4)	BMS 주도 임상1상	미국 IND 승인, 연내 임상1상 개시 목표

Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

II. 혈액암에서 확인할 DAC의 가능성

II-1. ORM-6151: BMS가 선택한 DAC

BMS가 선점한
차세대 백혈병
파이프라인

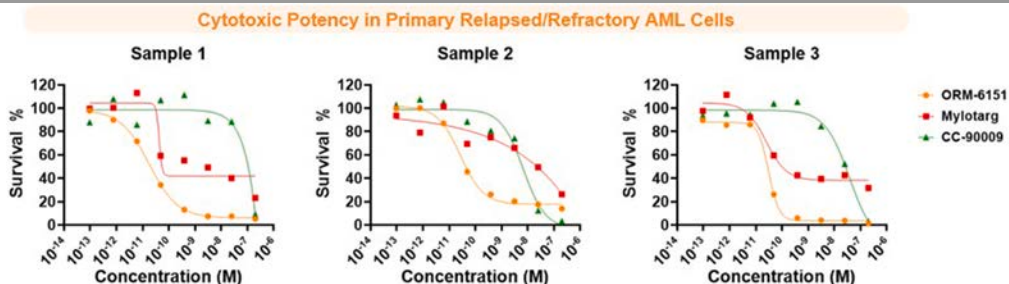
ORM-6151(BMS-986497)은 CD33 항체에 GSPT1 분해제를 결합한 항암제다. CD33는 급성골수성백혈병(Acute Myeloid Leukemia; AML) 치료제 개발에 활용되는 타깃으로, 이를 표적하는 ADC 치료제 Mylotarg(마일로타그; Pfizer)가 이미 상용화되어있다. 현재 파트너사인 BMS가 급성골수성백혈병(AML)과 골수이형성이상증후군(Myelodysplastic Syndromes; MDS) 등을 대상으로 글로벌 임상1상을 진행하고 있다. 오름은 2023년 BMS에 ORM-6151을 1.8억달러(선금금 1억달러, 마일스톤 최대 8,000만달러) 규모로 기술이전했다. Human PoC(인체 내 치료 유효성) 확인 전에 전임상 데이터를 바탕으로 글로벌 제약사로부터 개발 가능성을 인정받았다는 점에서 의미가 있다.

ORM-6151은 전임상에서 비교약물인 Mylotarg와 CC-90009보다 낮은 농도에서 항암 효과를 보였다. CC-90009는 항체가 없는 GSPT1 분해제다. ORM-6151은 정상세포에 대한 영향도 비교군보다 적게 나타났다. 향후 임상에서도 이러한 유효성과 안전성이 확인되는지가 중요하다.

다가오는 임상
모멘텀: 3제 병용
임상이 열어줄
새로운 시장 기회

BMS는 ORM-6151(BMS-986497) 단독요법에 이어 Azacitidine(아자시티딘)·Venetoclax(베네토클락스) 3제 병용 임상1상을 진행하고 있다. 기존 치료제와의 병용 효과를 확인해 치료 효과를 높이고 적용 범위를 넓히려는 전략이다. ClinicalTrials에 따르면 1차 평가 완료 예상 시점은 2027년 2월이며, 실제 데이터 공개 일정은 미정이다. 향후 개발 진전에 따라 잔여 마일스톤을 수취할 수 있으며, 긍정적인 결과가 확인되면 GSPT1 분해 기전을 활용하는 후속 파이프라인의 가치도 재평가될 전망이다.

Fig. 46: ORM-6151 전임상 데이터: 재발·불응 AML 환자 유래 세포에서 항암 활성 확인



Source: ASH 2022, 다올투자증권

Note: 환자 유래 세포를 이용한 시험관 내 실험으로, 환자 투약 결과와는 다름

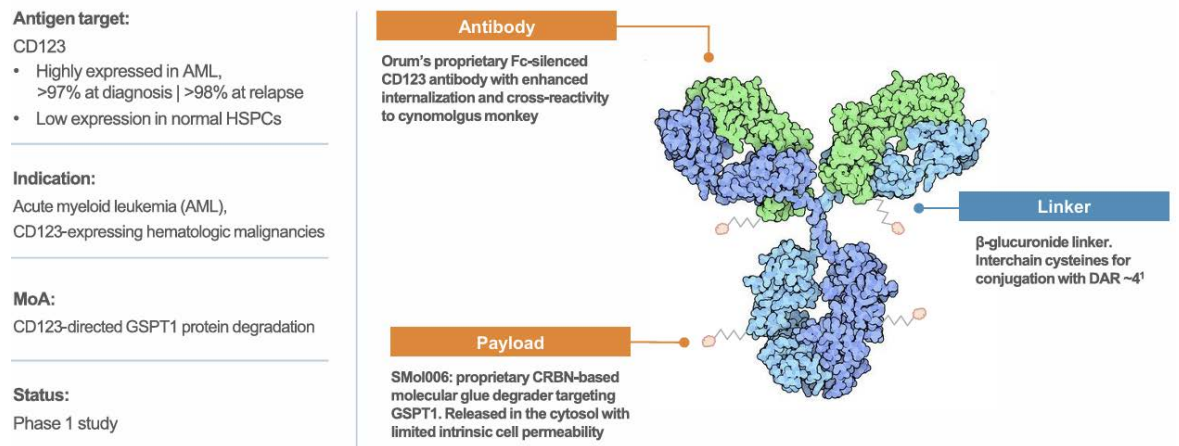
II-2. ORM-1153: 난치성 AML을 겨냥한 차세대 DAC

CD123을 표적하는
후속 혈액암 치료제

ORM-1153은 오름테라퓨틱이 독자적으로 개발한 항체를 처음 적용한 DAC으로, CD123 표적 항체에 GSPT1 분해제를 결합했다. CD123은 급성골수성백혈병(AML) 세포뿐 아니라 재발과 관련된 백혈병 줄기세포에서도 발현된다. 오름은 이 항체를 활용해 분해제가 표적 세포 안으로 충분히 전달되도록 설계했다.

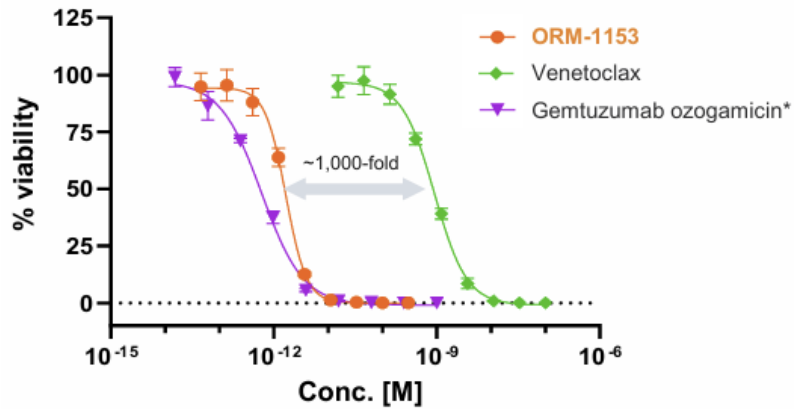
ORM-1153은 전임상 결과에서 Venetoclax(베네토클락스; Abbvie/Roche)의 약 1/1,000 농도에서 유사한 암세포 사멸 효과를 보였다. 마우스 모델에서도 단회 투여 14일 후 백혈병 세포량이 93% 감소해, 표준 병용요법 (Azacitidine(BMS)+Venetoclax) 73% 대비 우수한 효능을 확인했다. 원숭이에게 반복 투여한 시험에서는 심각한 독성이 나타나지 않았다. 혈소판 감소와 간효소 수치 상승은 경미했으며 이후 회복됐다. 다만 동물실험 결과인 만큼, 사람에서의 안전성은 임상을 통해 확인해야 한다.

Fig. 47: ORM-1153 구조적 특징: 독성 제어를 위한 항체 및 링커 최적화 설계



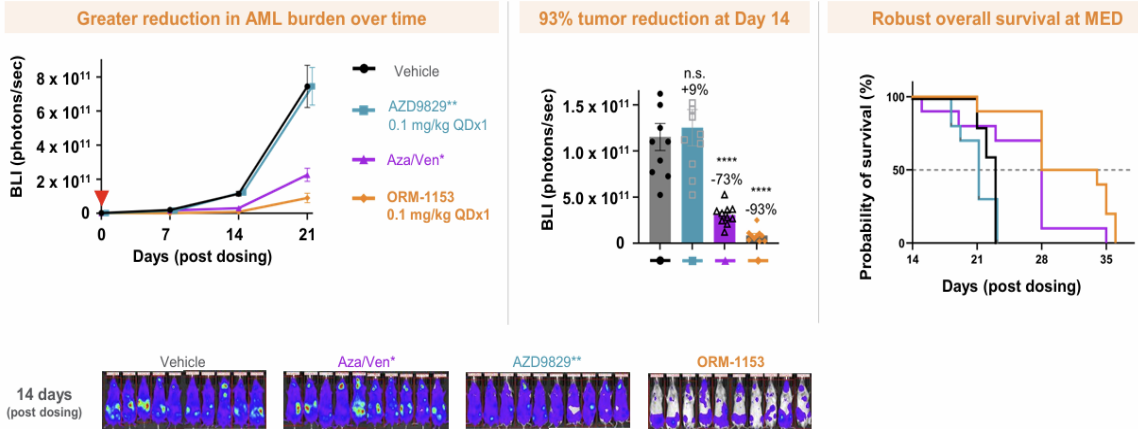
Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

Fig. 48: ORM-1153 전임상: 주요 치료제와의 약물 효능(Potency) 비교



Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

Fig. 49: ORM-1153 전임상: 백혈병 세포 93% 감소 및 생존율 개선



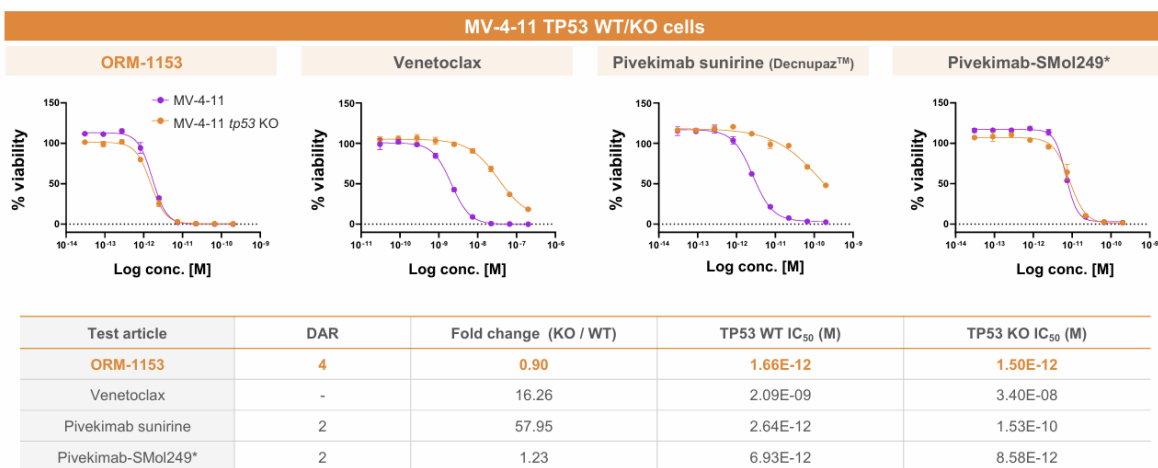
Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

TP53 변이 AML을
겨냥한 ORM-1153의
잠재력

오름테라퓨틱은 기존 치료에 반응이 낮은 AML에서도 ORM-1153의 유효성을 평가했다. 대표적으로 TP53 변이가 있는 AML은 치료가 어렵고 예후도 좋지 않다. TP53은 손상된 세포의 증식을 막는 유전자로, 기능이 저하되면 일부 항암제의 효과가 떨어질 수 있다. ORM-1153은 전임상에서 TP53 변이가 있는 AML 세포주에서도 항암 활성을 보였으며, TP53 유전자를 제거한 세포에서도 항암 효과가 유지됐다. 향후 임상에서도 긍정적인 효과가 확인된다면 기존 치료에 반응이 낮은 AML 환자에게 새로운 치료 옵션이 될 수 있을 전망이다. ORM-1153은 8월 미국 IND(임상시험계획) 승인을 받아 연내 임상1상 개시를 목표로 하고 있다.

Fig. 50: ORM-1153 전임상: TP53 변이(KO) AML 세포주에서의 항암 효능 유지 확인

Cytotoxicity retained in TP53 KO cells with ORM-1153 indicating potential activity in TP53 mutant AML



Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

III. 플랫폼 확장: 혈액암 이후의 성장 경로

III-1. 혈액암을 넘어 CGT 및 고형암으로

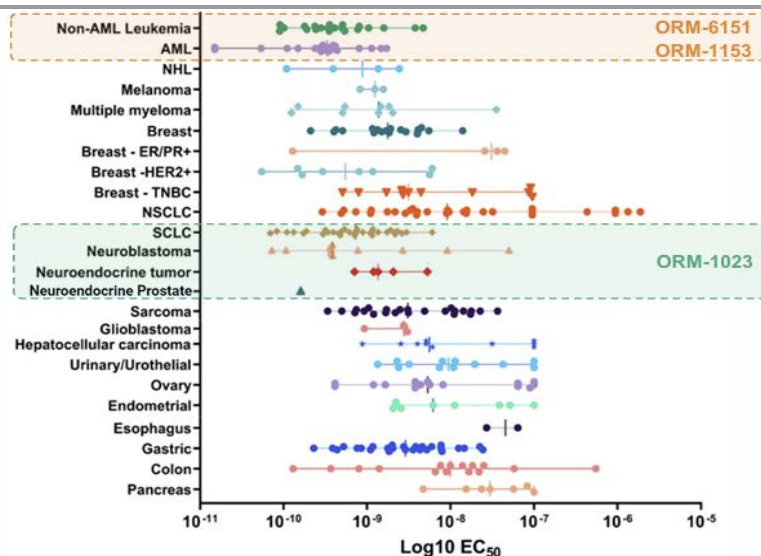
Vertex가 선택한
DAC 전처치
(Conditioning) 기술

오름테라퓨틱은 2024년 Vertex와 총 9.45억달러(선급금 1,500만달러, 타깃당 마일스톤 최대 3.1억달러) 규모의 다중 타깃 라이선스·옵션 계약을 체결했다. 오름의 DAC 기술을 세포·유전자 치료제의 전처치(Conditioning, 이식 세포가 잘 자리 잡도록 기존 조혈모세포 등을 사전 제거하는 과정) 과정에 활용하는 계약으로, 기존 화학항암제·방사선 기반 전처치 대비 타깃 세포만 선택적으로 분해해 독성 부담을 낮출 수 있다는 점이 핵심이다. 3개 타깃에 대한 마일스톤·옵션이 모두 실현될 경우 총 계약 규모까지 확대될 수 있어 향후 연구 성과에 따른 업사이드를 기대해볼 수 있다.

고형암 정조준하는
차세대 파이프라인

적응증 확장은 고형암 파이프라인 ORM-1023 개발을 통해서도 가시화되고 있다. 오름테라퓨틱은 20개 이상 암종의 250개 이상 세포주를 대상으로 GSPT1 분해제를 평가한 결과, AML 등 혈액암뿐만 아니라 소세포폐암과 신경내분비종양 등 특정 고형암에서도 높은 항암 활성을 확인했다. 이를 바탕으로 ORM-1023이 도출되었으며, 4Q26 후보물질 선정을 거쳐 1H27 전임상 데이터 공개를 목표로 하고 있다. 향후 임상에서 기존 치료제 대비 유의미한 결과가 확인될 경우, 혈액암에 국한되었던 GSPT1 플랫폼의 고형암 적용 가능성이 입증되며 파이프라인 가치 재평가가 기대된다.

Fig. 51: GSPT1 분해제 약효 스크리닝: 혈액암 및 특정 고형암(SCLC, NET 등)에서의 민감도 확인



Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

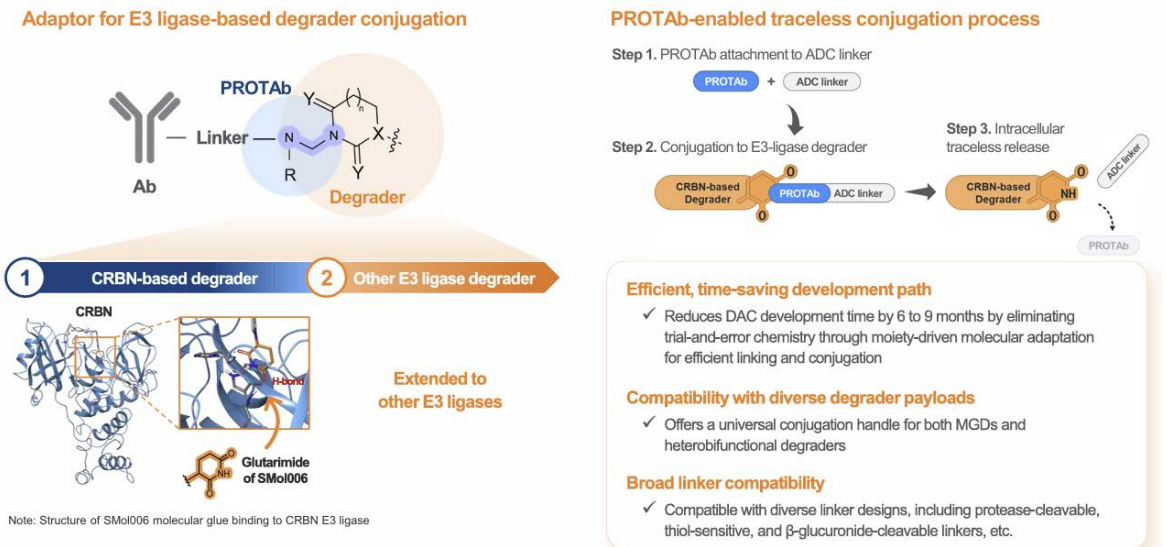
III-2. 높아지는 추가 파트너링 기대감: 핵심은 범용 링커 PROTAb

다수 L/O를 견인할
범용 링커 PROTAb

오름테라퓨틱은 현재 주력인 GSPT1 분해제 외에도, 새로운 표적을 분해할 수 있는 페이로드와 독자 접합 기술 PROTAb을 개발하고 있다. TPD(표적단백질분해)는 구조가 조금만 변형되어도 단백질 분해 기능이 떨어질 수 있어, 항체에 결합·방출되는 과정에서 원래 구조를 얼마나 잘 유지하느냐가 핵심 관건이다.

PROTAb은 이 점을 해결한 링커 기술로, 약물 방출 시 분해제를 변형 없이 원래 구조로 복원시켜(Traceless release) 활성을 그대로 살린다는 점이 강점이다. 이러한 구조적 안정성 덕분에 GSPT1이 아닌 다른 분해제에도 동일한 링커를 적용해볼 수 있다. 실제로 BRD4·IRAK4 표적에서도 효과가 확인되며 기술의 범용성이 검증되고 있다. 매년 새로운 링커를 처음부터 설계할 필요가 없어 개발 기간을 6~9개월 단축할 수 있다는 점도 눈에 띈다. 이를 활용하면 기존 항체에 다양한 형태의 분해제를 안정적으로 결합할 수 있어 향후 다수의 기술이전으로 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

Fig. 52: PROTAb 어댑터 기술의 강점: 다양한 분해제 적용 가능 및 개발 기간 단축 효과

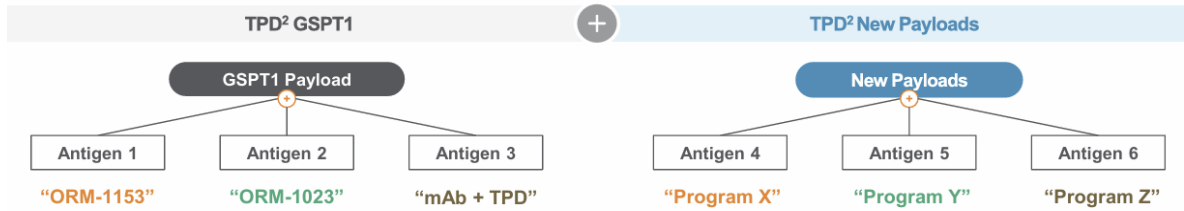


Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

Fig. 53: 차세대 TPD 플랫폼: GSPT1을 넘어선 신규 페이로드 및 질환 맞춤형 조합 확장

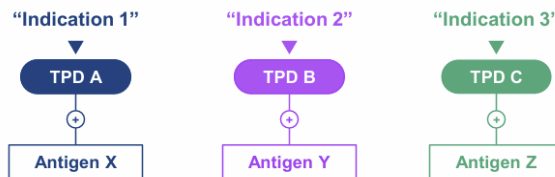
GSPT1 and next-generation payload : Unlocking platform potential across diverse targets

- Address limited activity or resistance associated with conventional payloads



Indication-tailored payloads: Matching payload-antigen pairs to disease contexts

- "Ultra-specific" dual-targeting approach, with both antibody and payload aligned to disease-specific biology to maximize therapeutic index



Source: 오름테라퓨틱, 다올투자증권

오름테라퓨틱 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	n/a	13.1	127.4	122.5	134.4
현금성자산	n/a	12.4	126.7	118.8	132.6
매출채권	n/a	0.0	0.5	2.5	0.4
재고자산	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	n/a	5.6	34.3	31.3	35.0
투자자산	n/a	2.6	31.7	28.1	32.1
유형자산	n/a	3.0	2.6	3.2	2.8
무형자산	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	n/a	18.7	161.8	153.8	169.3
유동부채	n/a	2.7	194.5	31.9	15.6
매입채무	n/a	2.3	6.0	3.2	12.5
유동성이자부채	n/a	0.2	188.0	28.1	2.8
비유동부채	n/a	0.9	23.4	0.2	22.8
비유동이자부채	n/a	0.9	23.3	0.2	22.7
부채총계	n/a	3.6	218.0	32.1	38.4
자본금	n/a	0.3	0.5	1.8	2.1
자본잉여금	n/a	104.3	0.7	179.5	100.4
이익잉여금	n/a	(89.6)	(64.1)	(69.8)	18.2
자본조정	n/a	0.0	6.7	10.3	10.2
자기주식	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	n/a	15.1	(56.2)	121.8	130.9
투하자본	n/a	3.9	28.4	31.3	23.8
순차입금	n/a	(11.2)	84.6	(90.5)	(107.1)
ROA	n/a	na	75.6	(3.6)	(26.0)
ROE	n/a	na	na	na	(33.2)
ROIC	n/a	na	429.4	(20.2)	(136.3)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	n/a	(42.9)	94.2	(11.3)	(36.0)
당기순이익	n/a	(45.2)	68.2	(5.7)	(42.0)
자산상각비	n/a	0.6	2.6	2.9	3.3
운전자본증감	n/a	0.1	24.8	(4.1)	(9.0)
매출채권감소(증가)	n/a	1.6	(0.9)	(7.4)	9.9
재고자산감소(증가)	n/a	(0.0)	(0.1)	0.0	(0.1)
매입채무증가(감소)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	n/a	0.5	(1.2)	(1.4)	7.1
단기투자자산감소	n/a	1.2	0.4	(6.0)	2.8
장기투자증권감소	n/a	27.5	(2.4)	(98.5)	(28.3)
설비투자	n/a	30.0	0.0	(97.2)	(27.6)
유무형자산감소	n/a	0.0	0.3	0.0	0.0
재무현금	n/a	(0.5)	(2.2)	(2.4)	(0.9)
차입금증가	n/a	0.1	1.9	0.0	0.5
자본증가	n/a	(0.1)	23.6	(0.8)	48.7
배당금지급	n/a	(0.1)	(2.3)	(1.0)	(0.9)
현금 증감	n/a	0.0	0.0	0.2	49.6
총현금흐름(Gross CF)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	(15.6)	115.4	(107.0)	(15.6)
(-) 설비투자	n/a	(44.6)	96.1	(3.6)	(46.7)
(+) 자산매각	n/a	(1.8)	(4.0)	5.7	(11.0)
Free Cash Flow	n/a	0.5	2.2	2.4	0.9
(-) 기타투자	n/a	0.1	1.9	0.0	0.5
잉여현금	n/a	(15.4)	92.8	(109.5)	(65.1)

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	n/a	0.1	135.4	20.9	0.0
증가율 (Y-Y,%)	n/a	0.0	178,261.4	(84.6)	(99.9)
영업이익	n/a	(45.1)	95.6	(8.3)	(51.8)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적전	흑전	적전	적지
EBITDA	n/a	(44.5)	98.2	(5.5)	(48.5)
영업외손익	n/a	(0.1)	(27.7)	3.0	7.6
순이자수익	n/a	0.6	(0.3)	1.4	(0.8)
외화관련손익	n/a	(0.7)	(5.6)	(4.6)	(0.2)
지분법손익	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	(45.2)	67.9	(5.3)	(44.2)
당기순이익	n/a	(45.2)	68.2	(5.7)	(42.0)
지배기업당기순이익	n/a	(45.2)	68.2	(5.7)	(42.0)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적전	흑전	적전	적지
NOPLAT	n/a	(32.7)	69.3	(6.0)	(37.5)
(+) Dep	n/a	0.6	2.6	2.9	3.3
(-) 운전자본투자	n/a	(1.8)	(4.0)	5.7	(11.0)
(-) Capex	n/a	0.5	2.2	2.4	0.9
OpFCF	n/a	(30.9)	73.7	(11.4)	(24.1)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(32.3)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	(59,431.1)	70.6	(39.9)	(219,651.5)
EBITDA마진(%)	n/a	(58,669.5)	72.5	(26.2)	(205,659.9)
순이익률 (%)	n/a	(59,514.3)	50.4	(27.5)	(178,105.4)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	n/a	(9,823)	14,830	(311)	(1,977)
BPS	n/a	4,789	(3,692)	6,607	6,165
DPS	n/a	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	19.5
EV/ EBITDA	n/a	n/a	0.9	n/a	n/a
배당수익률	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	108,125.1
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	24.1	(388.0)	26.3	29.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	86.1	n/a	n/a
유동비율	n/a	486.9	65.5	384.5	860.9
이자보상배율	n/a	70.3	362.8	6.0	n/a
이자비용/매출액	n/a	28.3	0.6	8.6	7,986.3
자산구조					
투하자본(%)	n/a	20.4	15.2	17.6	12.6
현금+투자자산(%)	n/a	79.6	84.8	82.4	87.4
자본구조					
차입금(%)	n/a	7.1	136.2	18.9	16.3
자기자본(%)	n/a	92.9	(36.2)	81.1	83.7

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

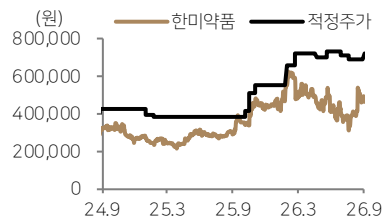
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한미약품 (128940)



일자	2025.01.10	2025.02.05	2025.10.15	2025.10.28	2025.11.12	2026.02.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	390,000원	380,000원	420,000원	510,000원	550,000원	660,000원
일자	2026.03.03	2026.05.04	2026.06.02	2026.07.10	2026.07.29	2026.09.15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	720,000원	700,000원	730,000원	710,000원	690,000원	720,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.01.10	390,000원	252,250원	271,000원	-35.32	-30.51
	2025.02.05	380,000원	280,872원	393,000원	-26.09	3.42
	2025.10.15	420,000원	355,333원	428,000원	-15.4	1.9
	2025.10.28	510,000원	429,909원	459,000원	-15.7	-10
	2025.11.12	550,000원	455,653원	541,000원	-17.15	-1.64
	2026.02.06	660,000원	599,077원	626,000원	-9.23	-5.15
	2026.03.03	720,000원	510,547원	571,000원	-29.09	-20.69
	2026.05.04	700,000원	454,816원	539,000원	-35.03	-23
	2026.06.02	730,000원	424,000원	507,000원	-41.92	-30.55
	2026.07.10	710,000원	379,750원	392,000원	-46.51	-44.79
	2026.07.29	690,000원	432,047원	540,000원	-37.38	-21.74
	2026.09.15	720,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 9월 14일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무

김현

hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산

최광식

gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산

박영도

ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지

유지웅

jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오

이지수

jislee@daolfn.com

금융

김지원

jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장

고영민

ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기

박종현

alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저

김혜영

hyyy@daolfn.com

음식료 · 통신

이다연

dayeonlee@daolfn.com

철강 · 비철금속

이정우

jungwoo@daolfn.com

엔터테인먼트

임도영

dy.lim@daolfn.com

전기전자

김연미

ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략

조병현

bhcho@daolfn.com

계량분석

김경훈

aimhigh2027@daolfn.com

채권분석

허정인

jeongin@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.07.02	박영도	건설 · 부동산 - CYCLE IS BACK
2026.07.03	박종현	화장품/의료기기 - K-뷰티의 확장
2026.07.09	김지원	금융 2H26 전망 - 보험/은행/증권(Overweight) - Seesaw Game
2026.07.13	이다연	음식료 - 같은 얼굴, 새로운 맛
2026.09.11	이다연	통신서비스 - The Next Horizon: SK텔레콤 AI DC 전략 A to Z 분석







www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.