

KOSDAQ | 제약과생물공학

인투셀 (287840)

IntoCell, 이제는 IntoHuman: 데이터와 L/O로 증명할 시간

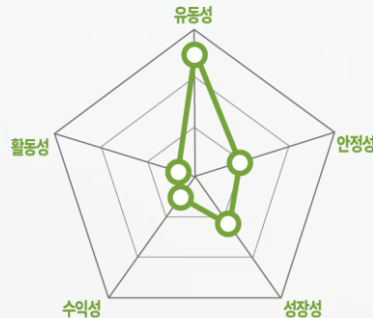
체크포인트

- ITC-6146RO와 SBE303의 임상 1상 진입으로 OHPAS&PMT 플랫폼의 첫 human validation이 시작됐으며, 연말 내부적으로 확인할 ITC-6146RO 중간 데이터가 플랫폼 가치 검증의 핵심 이벤트가 될 전망
- 삼성바이오에피스와의 SBE303 첫 Commercial License Agreement 체결로 플랫폼 사업모델의 실행 가능성을 확인한 가운데, 최대 4개 추가 프로그램의 옵션 행사와 신규 L/O가 후속 성장 동력
- 2026년 단기 실적보다 human data의 재현성과 이를 기반으로 한 자체 파이프라인 L/O가 향후 밸류에이션 상향의 핵심 변수로 판단

주가 및 주요이벤트

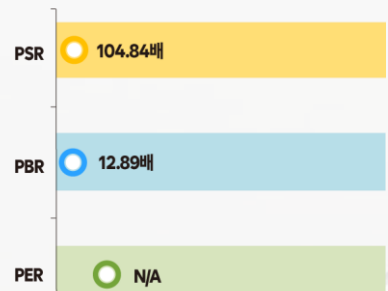


재무지표



주: 2025년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PBR은 2025년 기준, PBR은 2Q26 기준, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

인투셀 (287840)

Analyst 김승준, PharmD edwardsj@kirs.or.kr

RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

KOSDAQ

제약과생물공학

OHPAS&PMT 기반 ADC Linker-Payload 플랫폼 기업

동사는 OHPAS linker와 PMT를 기반으로 다양한 payload를 조합하는 ADC 플랫폼 기업으로, 플랫폼 기술수출과 자체 ADC 파이프라인 기술이전을 병행 중. OHPAS는 혈중 안정성과 세포 내 선택적 payload 방출을 목표로 하는 cleavable linker이며, PMT는 비특이적 세포 유입을 낮춰 therapeutic index 개선을 목표로 함. Duocarmycin, Nexatecan, iso-Nexatecan 등 자체 payload library도 확보했으며, 현재 B7-H3 ADC ITC-6146RO와 삼성바이오에피스의 Nectin-4 ADC SBE303이 임상 1상에 진입해 플랫폼의 첫 사람 대상 validation이 진행 중.

비임상에서 Human Data로, 플랫폼 가치 검증을 시작하는 해

2026년은 동사의 플랫폼 가치가 비임상 데이터에서 실제 환자 데이터로 넘어가는 첫 해라는 점에서 중요. ITC-6146RO와 SBE303은 서로 다른 target과 payload 조합에 OHPAS를 적용해 플랫폼의 재현성을 검증하고 있으며, 특히 연말 내부적으로 확인될 것으로 기대되는 ITC-6146RO 임상 1a 중간 결과에서 전임상에서 확인된 내약성과 PK 특성이 재현될 경우 OHPAS & PMT의 기술적 불확실성이 낮아질 수 있음. 동시에 SBE303이 삼성바이오에피스 공동연구 프로그램 중 첫 Commercial License Agreement로 전환되면서 최대 4개 추가 프로그램도 신규 L/O로 확장될 가능성도 남아 있음.

2026년 실적은 보수적, Human Data와 추가 L/O가 Upside

2026년 영업수익은 22억원(-4.3% YoY), 영업손실 112억원, 당기순손실 117억원으로 전망. R&D 비용 증가로 연간 적자폭은 전년 대비 소폭 확대될 것으로 예상되며, 신규 L/O 수익은 보수적으로 추정치에 반영하지 않음. 다만 삼성바이오에피스의 추가 타겟 옵션 행사와 신규 파트너십이 발생할 경우 실적 upside는 가능. 특히 연말 ITC-6146RO 사람 대상 임상 1a상 중간결과가 긍정적으로 확인되고 이를 기반으로 2027년 이후 자체 파이프라인 L/O까지 연결될 경우, 개별 파이프라인뿐 아니라 OHPAS 기반 플랫폼 가치의 재평가도 가능할 전망.

Forecast earnings & Valuation

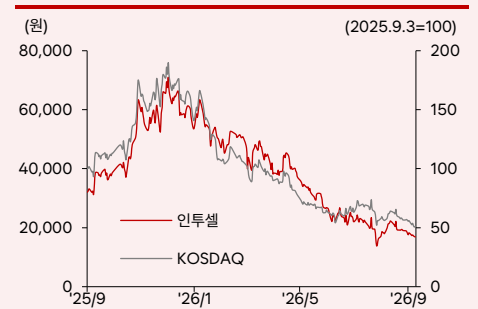
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	0	16	29	23	22
YoY(%)	-100.0	N/A	79.7	-20.9	-4.3
영업이익(억원)	-95	-174	-98	-103	-112
OP 마진(%)	N/A	-1,075.8	-337.0	-448.0	-509.1
지배주주순이익(억원)	-87	-168	-99	-106	-117
EPS(원)	-668	-1,293	-756	-742	-780
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSR(배)	N/A	0.0	0.0	356.7	115.2
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	0.0	0.0	0.0	34.8	19.5
ROE(%)	-25.5	-77.8	-95.6	-65.7	-62.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (9/14)	16,270원
52주 최고가	71,000원
52주 최저가	13,850원
KOSDAQ (9/14)	806.79p
자본금	75억원
시가총액	2,444억원
액면가	500원
발행주식수	15백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	12억원
외국인지분율	4.92%
주요주주	박태교 외 13 인 25.54%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-26.9	-66.2	-57.8
상대주가	-21.6	-51.7	-55.7

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업이익증가율', 수익성 지표는 'ROA' 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

기업 개요 및 연혁

**인투셀은 ADC 링커 및 페이로드
기술력을 바탕으로 자체 플랫폼
기술 및 파이프라인 연구개발을
수행 중인 바이오텍**

인투셀은 2015년 설립된 바이오 신약개발기업으로, 항체-약물 접합체 ADC(Antibody-Drug Conjugate) 분야의 자체 플랫폼 기술력을 인정받아 2025년 5월 코스닥 시장에 기술특례로 상장했다. 동사는 ADC 분야 내 전문성을 바탕으로 링커 플랫폼 기술, 페이로드, 자체 파이프라인에 대한 연구개발을 지속하고 있으며, 사업모델은 자체 링커 플랫폼 기술을 파트너사의 항체에 적용하는 플랫폼 기술수출과, 자체 개발한 ADC 파이프라인의 기술수출 두 가지로 구성되어 있다.

동사의 핵심 기술력은 자체 ADC 플랫폼 기술인 'OHPAS Linker'와 'PMT'를 기반으로 한다. 'OHPAS(Ortho-Hydroxy Protected Aryl Sulfate) Linker' 플랫폼은 다양한 페이로드에 적용 가능한 절단성 링커(Cleavable Linker) 기술이며, 'PMT(Payload Modification Technology)' 플랫폼은 ADC의 정상세포 내 유입 문제를 개선할 수 있는 기술이다. 동사는 해당 플랫폼 기술을 활용해 기존 약물 대비 선택성과 치료지수 TI(Therapeutic Index)를 개선하는 것을 목표로 하고 있다. 또한 동사는 고유 약물 기술을 바탕으로 페이로드를 개발 중이며, 현재 Duocarmycin, Nexatecan, iso-Nexatecan, Benzodiazepine, PNU 등 5개의 자체 페이로드를 확보했다.

동사는 이러한 링커 플랫폼 및 페이로드 연구와 동시에, 고형암을 적응증으로 하는 자체 ADC 파이프라인 개발을 병행하고 있다. 그 중 임상 단계에 진입한 주요 파이프라인으로는 한국/미국 임상 1a상에 진입한 'ITC-6146RO(B7-H3)', 삼성바이오에피스와 공동연구개발계약을 체결해 글로벌 임상 1상을 진행 중인 'SBE303(Nectin-4)'가 있다.

연혁

2015~2022	2023~2024	2025~
2015.04 법인 설립 2019.02 범부처전주기신약개발사업 과제 선정 (B7-H3 ADC) 2020.03 BGal SIG 기술 특허 - 한국특허 등록 2021.07 BGal SIG 기술 특허 - 미국특허 등록 2021.11 범부처전주기신약개발사업 과제 선정 (DLL3 ADC 선도물질) 2022.03 범부처전주기신약개발사업 과제 선정 (B7-H3 ADC 비임상 개발) 2022.11 OHPAS Linker 기술 - 일본특허 등록	2023.12 OHPAS Linker 기술 특허 - 호주특허 등록 2023.04 OHPAS Linker 기술 특허 - 한국특허 등록 2023.04 에이비엘바이오와 플랫폼 기술 실시권 부여 계약 (규모 미공개) 2023.05 국가신약개발사업 과제 선정(HER3 ADC 선도물질) 2023.05 B7-H3 Conjugate 기술 특허 - 미국특허 등록 2023.06 ADC Therapeutics와 'MTA with Option' 계약 (6개 타겟, 규모 미공개) 2023.08 BGal SIG 기술 특허 - 일본특허 등록 2023.09 OHPAS Linker 기술 특허 - 러시아특허 등록 2023.12 BGal SIG 기술 특허 - 중국특허 등록 2024.04 OHPAS Linker 기술 특허 - 대만특허 등록 2024.09 OHPAS Linker 기술 특허 - 인도특허 등록 2024.10 BGal SIG 기술 특허 - 인도특허 등록 2024.10 OHPAS Linker 기술 특허 - 미국특허 등록 2024.12 삼성바이오에피스와 공동연구개발계약 (5개 타겟, 규모 미공개)	2025.03 Iminosulfur-OHPAS 기술 - 인도특허 등록 2025.04 Iminosulfur-OHPAS 기술 - 일본특허 등록 2025.04 Sulfonate-OHPAS 기술 - 일본특허 등록 2025.05 코스닥 상장 2025.05 Sulfonate-OHPAS 기술 - 인도특허 등록 2025.06 OHPAS Linker 기술 특허 - 멕시코특허 등록 2025.07 에이비엘바이오와 플랫폼 기술 실시권 부여 계약 해지 2025.10 AMA 기술 특허 - 중국특허 등록 2025.10 B7-H3 Conjugate 기술 특허 - 유럽특허 등록 2025.11 ITC-6146RO FDA 임상1상 IND 승인 2025.12 ITC-6146RO MFDS 임상1상 IND 승인 2026.01 B7-H3 Conjugate 특허 - 일본 특허 등록 2026.02 Iminosulfur-OHPAS 기술 - 미국 특허 등록 2026.03 ITC-6146RO 한국 임상상 첫 환자 투여

자료: 인투셀, 한국R협의회 기업리서치센터

주요 사업

1. ADC 플랫폼: OHPAS와 PMT

OHPAS는 혈중 안정성과 세포 내 선택적 페이로드 방출을 기반으로, phenolic부터 non-phenolic payload까지 다양한 약물에 적용 가능한 범용 cleavable linker platform

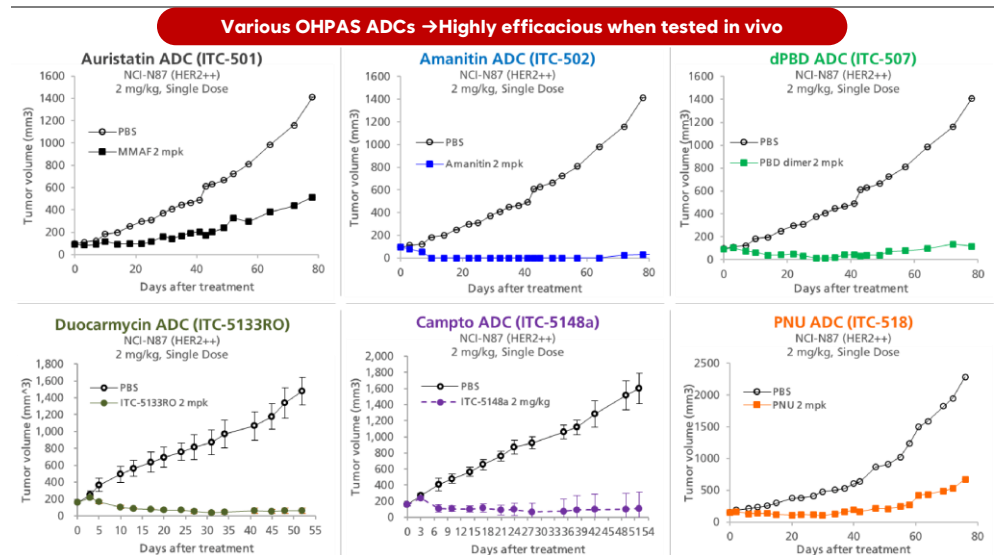
OHPAS(Ortho Hydroxy-Protected Aryl Sulfate)

동사의 핵심 원천기술인 OHPAS는 ADC가 혈중을 순환하는 동안에는 안정적으로 유지되고, 세포 내 특정 조건에서 페이로드를 방출하도록 설계한 cleavable linker 기술이다. OHPAS는 diaryl sulfate 구조를 기반으로 하는 SIG(Self-Immolative Group)으로, trigger가 작동하면 분자 내 고리화(cyclization)를 거쳐 연결된 페이로드가 방출되는 구조다.

OHPAS의 기술적 출발점은 기존 ADC 링커에서 직접적인 접합이 상대적으로 어려웠던 phenolic functional group 을 갖는 페이로드를 활용하는 것이고, 이후 para-hydroxy benzyl(PHB) spacer를 도입함으로써 OHPAS 적용 범위를 phenolic payload뿐 아니라 tertiary amine 및 N-heterocycle 등 non-phenolic payload까지 확장된 연구결과를 확보했다. 이를 통해 OHPAS는 특정 페이로드에 국한되지 않고, 다양한 functional group을 갖는 약물과 조합할 수 있는 linker platform으로 개발되고 있다.

또한 동사는 MMAF, amanitin, dPBD, duocarmycin 계열, auristatin, PNU 계열 등 서로 다른 기전과 구조를 갖는 다수의 페이로드를 OHPAS에 접합해 평가한 데이터를 확보하고 있는데, 이러한 비임상 데이터는 OHPAS가 다양한 페이로드에 적용 가능한 범용 linker platform으로 활용될 수 있는 근거를 뒷받침해주고 있다.

OHPAS ADC: 다양한 페이로드에 걸쳐 입증된 효능



주) 약효 입증용 실험. 각각 최적화된 약물은 아님

자료: 인투셀, 한국IR협회의 기업리서치센터

PMT는 페이로드에 Modifying Group을 도입해 비특이적 세포 유입을 줄이고 ADC의 선택성과 therapeutic index를 높이는

PMT(Payload Modification Technology)

동사의 PMT는 페이로드의 물성을 조절해 ADC의 비특이적 세포 유입(non-specific uptake)을 감소시키는 기술인데, ADC는 항체가 항원을 인식해 세포 내로 유입되는 receptor-mediated endocytosis가 이상적인 전달 경로지만, 소수성이 높은 linker-payload가 세포막과 직접 상호작용하면 항원 발현과 무관한 세포에도 비선택적으로 유입될 수

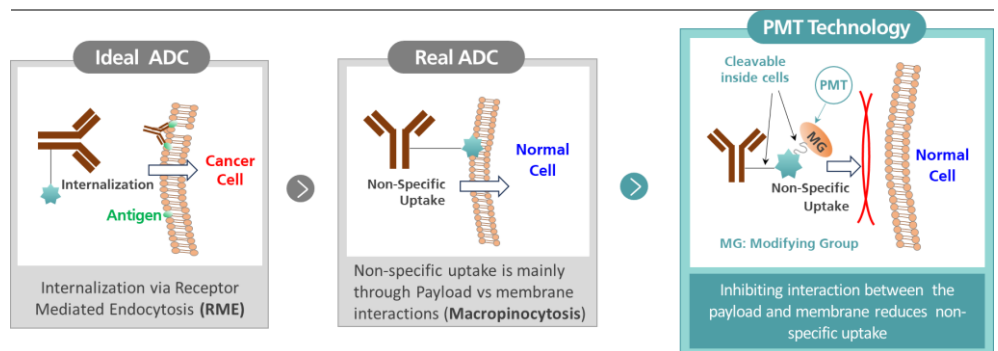
payload modification 기술

있다.

동사는 이에 대응해 페이로드에 MG(Modifying Group)를 도입해 drug-membrane interaction을 낮추는 방식을 개발해 정상세포로의 비선택적 uptake를 낮춰 ADC의 selectivity 및 therapeutic index(TI)를 높이는 방식을 활용하고 있다.

동사는 PMT를 특히 duocarmycin처럼 potency가 높지만 소수성 및 비특이적 독성이 개발의 제약요인이 될 수 있는 payload와 조합하고 있고, 자체 B7-H3 파이프라인 ITC-6146RO에 사용되는 duocarmycin 계열 페이로드에도 PMT가 적용돼 있다.

OHPAS ADC: 다양한 페이로드에 걸쳐 입증된 효능



자료: 인투셀, 한국Rx협회의 기업리서치센터

2. 신약 파이프라인: B7-H3 ADC ITC-6146RO

ITC-6146RO는 OHPAS와 PMT를 동시에 적용한 동사의 첫 B7-H3 ADC 임상 파이프라인으로, 2026년 3월 임상 1상에 진입해 내약성, PK, RP2D 및 초기 항종양 활성을 평가 중

ITC-6146RO는 동사가 자체적으로 임상개발 중인 B7-H3 표적 ADC로, OHPAS linker와 PMT 기술을 동시에 적용한 첫 임상 후보물질로, 페이로드에는 duocarmycin 계열 약물이 사용되고 있다. 이처럼 ITC-6146RO는 특정 ADC 후보물질의 개발뿐 아니라 동사의 OHPAS와 PMT 플랫폼의 사람에서의 내약성, 약동학, 초기 항종양 활성을 확인하는 첫 임상 프로그램이다.

2025년 11월 미국 FDA에서 임상 1상 IND가 승인됐고, 같은 해 12월 국내 식약처로부터도 임상 1상 IND 승인을 받았다. 이번 임상은 Phase 1a dose escalation과 Phase 1b dose expansion으로 구성되며 최대 102명의 환자를 등록하도록 설계됐고, 1a에서는 내약성, PK 및 최대내약용량 MTD(Maximum Tolerated Dose) & 최적생물학적용량 OBD(Optimal Biological Dose)를 기반으로 RP2D(Recommended Phase 2 Dose)를 결정하고, 1b상에서는 mCRPC, NSCLC 및 TNBC cohort에서 RP2D의 내약성과 초기 항종양 효과를 평가할 예정이다.

2026년 3월 24일 첫 환자 투여가 완료되면서 임상은 시작이 되었으며, 주요 효능 평가변수에는 ORR, DoR, PFS 등이 포함되며 B7-H3 발현과 치료효과 간 관계 역시 탐색적으로 평가할 예정이다. 본 임상은 clinicaltrials.gov에 공개되어 있는 바에 의하면 2029년 말에 완료될 계획속에 진행되고 있다.

삼성바이오에피스와 최대 5개 ADC 타겟 공동개발 계약을 체결했고, Nxt3 특허 이슈 해소 후 Nectin-4 ADC SBE303이 글로벌 1상 및 첫 본계약으로 진전되면서 최대 4개 추가 프로그램의 옵션 가치는 아직 남아 있는 상황

3. 공동개발 사업: 최대 5개 타겟 공동연구 중 SBE303 첫 상업화 계약 체결

동사는 2023년 12월 삼성바이오에피스와 ADC 후보물질 발굴을 위한 공동연구계약 RCA(Research Collaboration Agreement)를 체결하며 외부 파트너십 기반의 플랫폼 사업도 확대하고 있다. 본 계약은 동사가 OHPAS, PMT 및 자체 payload 기술을 제공하고, 삼성바이오에피스가 이를 활용해 최대 5개의 항암 타겟에 대한 ADC를 제조 및 평가하는 계약이다. 공동연구 결과에 따라 삼성바이오에피스가 타겟별 개발 옵션을 행사하면 개별 본 계약을 체결하고 실시권을 부여하는 방식으로, 최대 5개 파이프라인에 대한 기술이전이 사전에 확정된 계약은 아니다. 따라서 초기 공동연구를 통해 동사의 linker-payload 플랫폼을 검증한 뒤 후보물질별로 후속 개발 여부를 결정하는 단계적 계약 구조다.

이 가운데 가장 먼저 개발이 진전된 후보물질은 Nectin-4 표적 ADC인 SBE303인데, SBE303은 삼성바이오에피스의 첫 자체 신약 ADC 파이프라인으로, Nectin-4에 선택적으로 결합하는 항체와 novel topoisomerase I inhibitor를 동사의 proprietary linker로 접합한 후보물질이다. 한편, 2025년 동사의 Nexatecan 계열 payload인 Nxt3와 관련해 Phrontline Biopharma(중국)의 선행특허가 확인되면서 SBE303의 개발 지속 여부에 대한 불확실성 이슈가 제기된 바 있다. 하지만 이후 삼성바이오에피스가 Phrontline으로부터 해당 payload에 대한 독점 실시권을 확보하면서 SBE303에 적용된 Nxt3의 특허 이슈는 해소됐고, 이후 글로벌 임상 1상 진입 및 동사와의 본계약 체결까지 이어졌다. 현재 본 파이프라인은 advanced refractory solid tumor 환자 149명을 대상으로 하는 글로벌 first-in-human Phase 1 임상에 진입해 있다.

2026년 7월 22일 양사는 SBE303의 후속 연구개발 및 상업화를 위한 Commercial License Agreement를 체결했고, 이는 2023년 최대 5개 타겟을 대상으로 체결한 공동연구계약 가운데 첫 번째 본계약으로, 삼성바이오에피스가 SBE303에 대한 독점적 상업화 권리를 확보하는 계약이다. 계약에는 임상 1상 개시에 따라 이미 지급된 금액과 향후 개발, 허가, 판매 단계별 마일스톤 및 매출 연동 로열티가 포함돼 있으나, 구체적인 총 계약금액은 공개되지 않았다. SBE303이 첫 본계약으로 전환되면서 계약상 최대 4개 추가 ADC 프로그램에 대한 옵션 행사 가능성이 남아 있는 상태이다.

플랫폼기술 계약

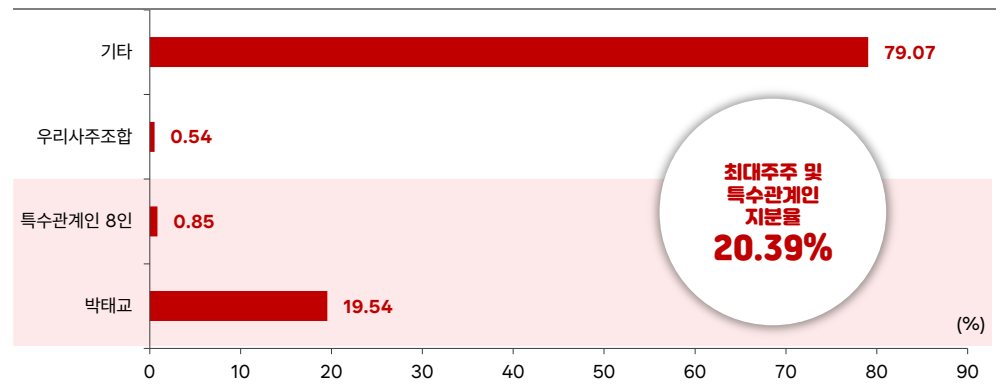
계약 상대방	삼성바이오에피스
계약 형태	공동연구계약(RCA), 개발 옵션 포함
계약 기간	계약체결일: 2023. 12. 04 계약종료일: 계약체결일로부터 3년 + 2년 연장 가능(2026. 12. 03 ~ 최대 2028. 12. 03)
계약 내용	인투셀 플랫폼기술을 적용한 ADC 공동연구(최대 5개 타겟 대상, 타겟별로 개발 옵션 행사 시 본 계약 체결하여 실시권을 부여하고 사전에 정해진 Term Sheet에 따라마일스톤 수령)
대상 기술	OHPAS 플랫폼기술, PMT 플랫폼기술, 고유약물기술
대상 지역	Global
계약규모 및 옵션내용	비공개 / 계약금은 반환의무 및 추가적인 조건 없음

자료: 인투셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주 구성

2026년 2분기 말 기준 인투셀의 최대주주는 박태교 대표이사로, 총 2,936,000주를 보유해 19.54%의 지분을 보유하고 있다. 그리고 최대주주의 친인척 8인이 보유한 지분 0.85%를 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분은 전체 주식 수의 20.39%에 해당한다. 당사는 자사주를 보유하고 있지 않으며, 우리사주조합은 총 80,883주를 보유해 0.54%의 지분을 보유하고 있다.

주주 구성(2026.06.30)



자료: 인투셀, 한국IR협회의 기업리서치센터



산업 현황

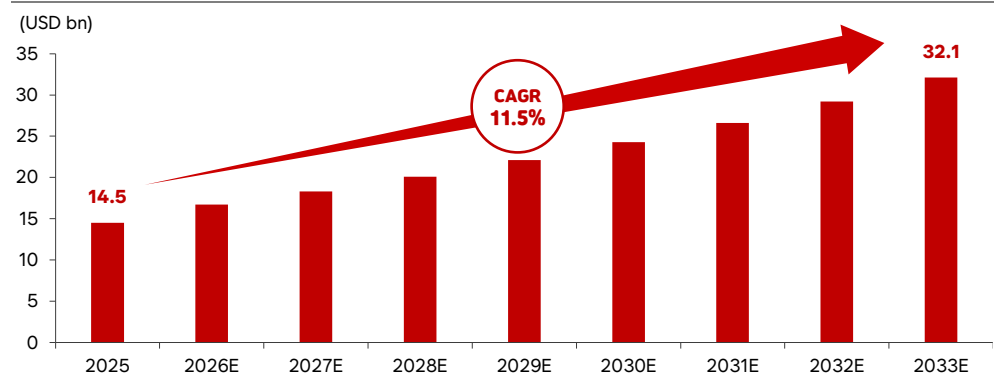
ADC 산업 현황

ADC 산업은 고품암 및 초기
치료라인으로 확장되는 가운데,
향후 경쟁력은 단순한 타겟
선점보다 linker-payload 조합의
확장성, therapeutic index
개선, 그리고 다양한
파이프라인에서의 플랫폼
재현성에 의해 좌우될 전망

항체-약물접합체 ADC(Antibody-Drug Conjugate)는 암세포 표면의 특정 항원을 인식하는 항체에 세포독성 약물(payload)을 linker로 연결한 표적항암제다. 항체가 종양세포에 결합해 내부화된 이후 linker가 절단되면서 payload를 방출하는 구조로, 세포독성항암제의 강한 항종양 효과와 항체치료제의 표적 선택성을 결합한 모달리티로 볼 수 있다. 과거 ADC는 CD30, CD33 등 혈액암과 기존 치료 실패 이후의 후방 치료를 중심으로 발전했지만, 최근에는 HER2, TROP2, Nectin-4, FRa 등 고품암 타겟 ADC의 상업화가 본격화되면서 유방암, 폐암, 위암, 요로상피암, 난소암 등 주요 고품암으로 시장이 확대되고 있다.

글로벌 ADC 시장은 이미 기술 검증 단계를 넘어 상업화와 적응증 확대가 동시에 진행되는 성장 구간에 진입해 있는데, 글로벌 시장 조사기관 그랜드뷰리서치는 글로벌 ADC 시장 규모를 2025년 145억 달러, 2026년 167억 달러로 추정하여, 2033년에는 321억 달러까지 성장하면서 2026~2033년 연평균 성장을 11.5%에 도달할 것으로 전망하고 있다.

Global ADC Market 시장 규모 전망



자료: GVR, 한국IR협회의 기업리서치센터

ADC 시장 확대에서 주목할 변화는 단순한 승인 제품 수 증가보다 치료 차수가 앞단으로 이동하고 있다는 점인데, 대표적으로 Nectin-4 ADC 'Padcev'는 기존 진행성 및 전이성 요로상피암 후방 치료에서 'pembrolizumab' 병용을 통해 1차 치료로 이동한 데 이어, 2026년 7월에는 근육 침습성 방광암 MIBC(Muscle-Invasive Bladder Cancer)에서 cisplatin 사용 가능 여부와 관계없이 수술 전 neoadjuvant 및 수술 후 adjuvant 치료로 FDA 승인을 받았다. 이는 ADC가 말기 암의 구제 요법을 넘어 완치목적의 수술 전후 조절 요법(periooperative setting)까지 확장되기 시작했다는 뜻이다. 치료 차수가 앞당겨질수록 사용 가능한 환자 수와 치료기간이 확대되면서 상업적 시장은 커질 수 있지만, 반대로 장기간 생존이 기대되는 환자에게 사용되는 만큼 안전성에 대한 기준도 높아질 수밖에 없다. 따라서 앞으로의 ADC 경쟁에서는 단순한 ORR보다 효능과 안전성의 균형, 즉 therapeutic index를 얼마나 확대할 수 있는지가 더욱 중요한 포인트로 자리잡고 있음을 보여준다.

이러한 산업 변화와 함께 ADC의 경쟁 구도도 점차 변화하고 있는데, 초기에는 어떤 암항원을 target으로 선정하는지

가 가장 중요한 차별화 요소였으나, HER2, TROP2, Nectin-4 등 검증된 타겟에서 다수의 후보물질이 등장하면서 동일한 타겟을 사용하더라도 어떤 linker와 payload를 결합하고, 얼마나 안정적으로 payload를 전달하며, 정상조직 노출을 얼마나 낮출 수 있는지가 파이프라인 가치의 핵심 평가 포인트로 자리잡히고 있다. 동일 항체라도 linker의 혈중 안정성, payload 방출 속도, payload의 membrane permeability, DAR 및 conjugation 방식에 따라 PK, efficacy, toxicity profile이 달라질 수 있기 때문이다. Linker가 혈중에서 지나치게 불안정하면 종양에 도달하기 전 payload가 방출돼 systemic toxicity가 증가하고, 반대로 지나치게 안정적이면 세포 내에서 충분한 payload가 방출되지 않아 효능이 감소할 수 있다. ADC linker의 핵심 설계 원칙은 업계에서 흔히 ‘stable in circulation, efficient release in tumor’로 요약되는데, 이는 혈중을 순환하는 동안에는 payload의 조기 방출을 억제해 전신 독성을 낮추는 동시에, 종양세포에 도달한 이후에는 payload를 충분하고 효율적으로 방출해 항종양 효능을 확보해야 한다는 뜻이다. 그렇기에 차세대 linker 기술의 경쟁력은 결국 혈중 안정성과 종양 내 방출 효율이라는 상반된 두 조건을 얼마나 균형 있게 충족시키는지에 의해 결정될 것으로 볼 수 있다.

ADC 플랫폼 구성요소별 차별화 포인트

	기존 한계	차세대 ADC의 개발 방향	투자 관점에서의 의미
Antibody	정상조직 발현, 낮은 internalization, 종양 이질성	암 특이적 epitope, bispecific antibody, 높은 internalization 타겟 개발	타겟 선택력과 종양 선택성이 파이프라인 가치의 출발점
Linker	혈중 조기 방출 또는 암세포 내 방출 부족	혈중 안정성 강화, 암세포 내 효소, pH 선택적 절단	독성 감소와 투여 가능 용량 확대의 핵심
Payload	강한 독성, 내성, 제한된 therapeutic window	Topo-I, MMAE/MMAF, PBD prodrug, dual payload, immune-stimulating payload	동일 타겟 내 차별화와 내성 이후 시장 공략 가능
Conjugation	불균질 DAR, 제조 일관성 저하	Site-specific conjugation, homogeneous DAR	CMC, 안전성, PK 개선에 중요
Combination	단독요법 중심	IO 병용, chemotherapy 병용, dual ADC 전략	치료 차수 전진과 시장 확대의 핵심 전략

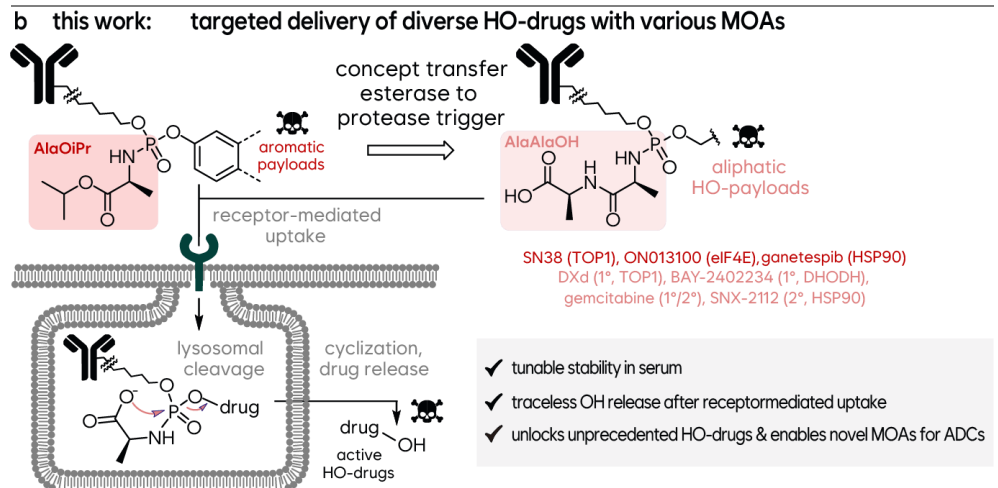
IO: Immuno Oncology, CMC: Chemistry/Manufacturing/Controls, PK: Pharmacokinetics, 자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Payload 측면에서는 Topoisomerase-I inhibitor의 부상이 가장 두드러지는 변화이지만 ADC의 발전 방향을 Topo-I payload의 확산만으로는 한계가 있다. 한 개의 payload class에 다수의 파이프라인이 집중될수록 같은 작용 기전 (MoA)에 대한 내성과 class-specific toxicity가 후속 파이프라인의 차별화를 어렵게 만들 수 있기 때문이고, 이에 따라 업계에서는 기존 microtubule inhibitor와 Topo-I inhibitor 외에도 PBD, duocarmycin과 같은 DNA-damaging payload, masked/prodrug payload, immune-stimulating payload, protein degrader 및 dual-payload ADC 등으로 적용 가능한 약물의 범위를 확대하는 시도가 진행되고 있다. 따라서 향후 linker-payload 플랫폼의 경쟁력은 특정 payload 하나의 효능뿐 아니라 서로 다른 MoA의 payload를 얼마나 안정적으로 ADC에 적용할 수 있는지를 보는 payload compatibility와 toolbox의 폭에 의해 평가될 가능성이 높다.

특히 최근에는 기존 ADC linker chemistry로 접합하기 어려웠던 functional group까지 적용 범위를 확대하려는 연구가 활발해지고 있다는 점이 주목되는데, 2026년 1월 Nature Communications에 발표된 Tubulis(독일)의 Alco5 기술은 기존에 활용이 제한됐던 aliphatic 및 aromatic alcohol과 같은 hydroxy-containing payload를 혈중에서는 안정적으로 결합하고 세포 내에서는 원형 약물 형태로 방출할 수 있는 self-immolative linker 시스템이다. 해당 연구에서는 여러 종류의 hydroxy-containing cytotoxin과 다양한 MoA의 약물을 ADC payload로 적용할 가능성을 선보였는데, Tubulis는 이를 통해 기존 승인 ADC가 사용하는 제한적인 payload universe를 넘어 protein degrader 등으로

payload 범위를 확장하는 전략을 공개했다. 이는 linker의 경쟁력이 더 이상 단순한 혈중 안정성에 그치지 않고, 어떤 chemical functional group의 payload까지 연결할 수 있는가로 확대되고 있음을 보여주는 사례다.

Hydroxy-containing Payload 적용을 확대한 Alco5 Linker의 작동 원리



자료: Echtrap P, et al. Nat Commun. 2026 Jan 20;17(1):759, 한국IR협회의 기업리서치센터

타깃 측면에서는 B7-H3가 차세대 고품암 ADC 시장에서 임상적 de-risking이 빠르게 진행되는 target이라는 점도 주목할 필요가 있어 보이는데, Daiichi Sankyo(일본)와 MSD(미국)의 B7-H3 ADC 'ifinamab deruxtecan' (I-DXd)은 ES-SCLC에서 FDA Priority Review를 받아 2026년 10월 10일 PDUFA(Prescription Drug User Fee Act)가 예정돼 있으며, 승인될 경우 미국 최초의 B7-H3 directed ADC가 된다. BioNTech(독일)/DualityBio(중국)의 B7-H3 ADC 'elfetabart drozuntecan' (BNT324/DB-1311) 역시 10개 이상의 암종에서 1,000명 이상의 환자에게 투여된 개발 경험을 확보했고, 2026년 5월에는 전이성 거세 저항성 전립선암(mCRPC)에서 docetaxel과 비교하는 Phase 3 임상에 진입했다. 이처럼 B7-H3는 아직 상업화 초기 단계이지만 소세포폐암(SCLC), 전립선암(prostate cancer), 부인암(gynecologic cancer) 등 여러 고품암에서 임상 개발이 빠르게 확대되고 있어 신규 타깃이라는 장점과 동시에 경쟁 강도도 빠르게 높아지고 있다. 이에 따라 향후 후발 B7-H3 ADC는 target 자체보다는 payload MoA, 투여 가능 용량, hematologic toxicity 및 therapeutic index에서 선두 후보와 어떻게 차별화되는지가 더욱 중요한 전망이다.

Nectin-4는 반대로 이미 임상적 및 상업적 검증을 마친 대표 ADC target인데, 'Padcev'가 전이성 요로상피암 1차 치료에 이어 2026년 수술 전후 근육 침습성 방광암(MIBC)까지 진입했다는 점은 Nectin-4 biology와 ADC modality에 대한 임상적 validation을 크게 높인 케이스이다. 다만 이는 후속 Nectin-4 ADC에는 양면적인 환경이 조성된 것으로도 볼 수 있는데, target risk는 낮아진 반면 기존 'Padcev' 대비 efficacy, neuropathy, skin toxicity 등 safety profile, payload 차별화 또는 ADC 이후 결과에서 의미 있는 개선을 보여줘야 하기 때문이다. 따라서 검증된 target의 차세대 ADC는 'target validation'보다는 'molecule differentiation'이 가치평가의 핵심이 될 가능성이 높다.

글로벌 제약사들의 ADC 투자도 이러한 기술 경쟁을 뒷받침하고 있는데, Pfizer(미국)는 Seagen(미국)을 약 430억달러

러에 인수했고, MSD는 Daiichi Sankyo와 DXd ADC 3개 자산에 최대 220억달러 규모의 공동개발 및 상업화 계약을 체결했으며, AbbVie(미국)는 ImmunoGen(미국)을 약 101억달러, J&J(미국)는 Ambrx(미국)를 약 20억달러에 인수했다. 여기에 2026년에는 Gilead(미국)가 Tubulis를 31.5억달러 upfront와 최대 18.5억달러의 추가 milestone 조건으로 인수했다. Gilead는 인수 이유로 임상 ADC 자산뿐 아니라 차세대 ADC 플랫폼을 명시적으로 언급했고, 이는 빅파마의 관심이 단일 임상 자산을 넘어 여러 antibody, linker, payload 조합으로 후속 후보물질을 반복적으로 생산할 수 있는 플랫폼 자체로 확대되고 있다는 점을 절실히 보여준다.

글로벌 ADC 주요 M&A 및 라이선스 계약

연도	계약	규모	핵심 자산/기술
2023	Pfizer-Seagen 인수	약 \$43B	Adcetris, Padcev, Tivdak 및 ADC 플랫폼
2023	MSD-Daiichi Sankyo DXd ADC 3종 공동개발	최대 \$22B	HER3-DXd, I-DXd, R-DXd
2023	BMS-SysImmune BL-B01D1 협업	최대 \$8.4B	EGFRxHER3 bispecific ADC
2023~2024	AbbVie-ImmunoGen 인수	약 \$10.1B	FR α ADC Elohere
2024	J&J-Ambix 인수	약 \$2.0B	Site-specific ADC 플랫폼, ARX517 등
2026	Gilead-Tubulis 인수	\$3.15B upfront + 최대 \$1.85B	Topo-I ADC 및 차세대 linker/conjugation 플랫폼

자료: 각 사 자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

다만 높은 시장 성장성과 빅파마의 투자 확대로 인해 ADC 파이프라인들은 검증된 target에서는 경쟁이 이미 심화되고 있고, 신규 target은 임상적 validation 자체가 리스크로 남는다. 또한 ADC는 강력한 payload를 활용하는 만큼 간질성 폐질환(ILD), hematologic toxicity, peripheral neuropathy, ocular toxicity 등 target 및 payload별 독성 관리가 여전히 중요한 개발 장벽이고, 항체, linker, payload, conjugation을 동시에 관리해야 한다는 점에서 CMC와 제조 복잡성도 높은 단점이 있다.

따라서 ADC 산업은 이제 ‘ADC라는 modality를 보유하고 있는가’보다 ‘동일한 기술을 여러 target과 payload에서 반복적으로 재현할 수 있는가’가 중요해지는 단계로 진입하고 있고, 검증 target에서는 기존 제품 대비 충분한 효능과 차별된 내약성이 필요하고, 신규 target에서는 종양 선택성과 internalization에 대한 biological validation이 중요하다. 동시에 linker 측면에서는 혈중 안정성과 선택적 payload release뿐 아니라 다양한 functional group에 대한 compatibility가, payload 측면에서는 Topo-I를 넘어 서로 다른 MoA를 제공할 수 있는 library의 폭이 경쟁력으로 떠오르고 있다. 따라서 향후 ADC 플랫폼 기업의 가치는 개별 파이프라인 하나의 성공보다 linker-payload 조합의 확장성, therapeutic index 개선 가능성, 서로 다른 target에서의 전임상 및 임상적 재현성, 그리고 이를 실제 파트너링과 L/O로 반복 전환할 수 있는지 여부에 의해 결정될 가능성이 높다.



투자포인트

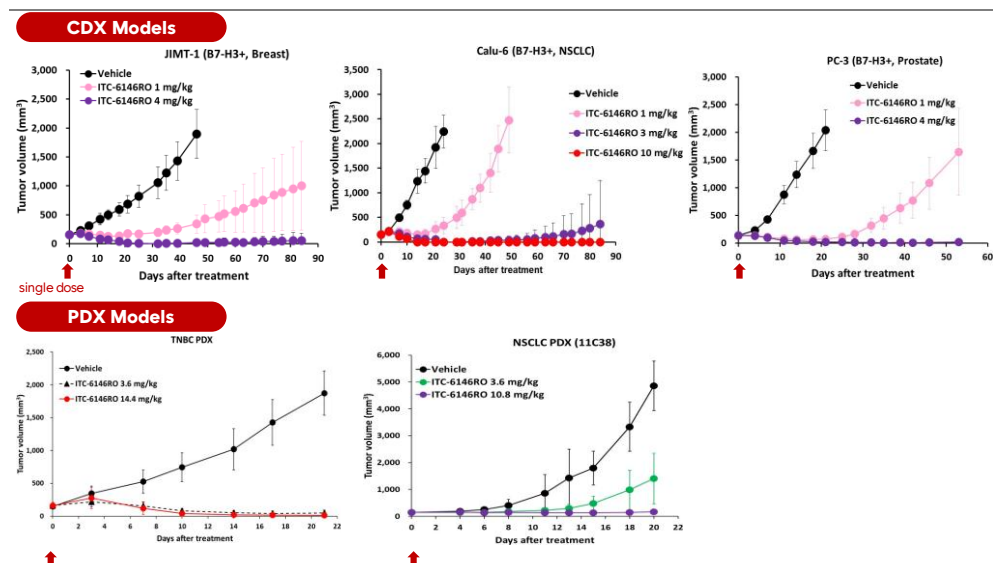
1 비임상에서 임상으로, OHPAS 플랫폼 가치 검증의 시발점

ITC-6146RO와 SBE303의
임상 1상 진입으로
OHPAS&PMT의 첫 human
validation이 시작됐고,
ITC-6146RO 데이터에서 비임상
내약성 및 PK 특성이 재현될 경우
플랫폼 가치 상승과 조기 기술이전
가능성이 확대될 전망

동사의 OHPAS 및 PMT의 기술적 경쟁력을 비임상 데이터를 넘어 실제 환자에서 검증하기 시작했다는 점이 긍정적이다. ADC 플랫폼 기업의 가치는 개별 후보물질의 전임상 효능뿐 아니라 linker가 사람의 혈중에서도 안정적으로 유지되는지, 비표적 세포에 대한 payload 노출을 줄여 충분한 therapeutic window를 확보할 수 있는지에 따라 크게 좌우된다. 동사는 그동안 OHPAS의 높은 plasma stability와 다양한 payload에 대한 적용 가능성, PMT를 통한 비특이적 uptake 감소 등의 데이터를 축적해왔으나, 대부분 비임상 단계의 결과라는 한계가 있었다. 그러나 올해부터 자체 B7-H3 ADC인 ITC-6146RO와 삼성바이오에피스의 Nectin-4 ADC인 SBE303이 동시에 임상 1상에 진입하면서 OHPAS가 적용된 두 개의 독립적인 파이프라인에서 human data가 축적되기 시작했다.

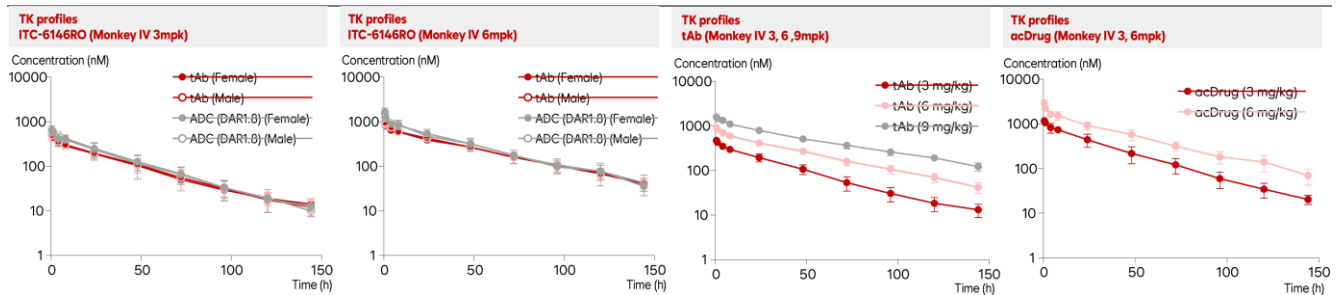
특히 자체 파이프라인 ITC-6146RO는 동사의 OHPAS와 PMT를 동시에 적용한 동사의 첫 임상 후보물질이라는 점에서 주목을 받고 있기도 한데, B7-H3 항체에 OHPAS linker와 PMT가 적용된 duocarmycin 계열 payload를 결합한 구조로, 2025년 미국 FDA와 국내 식약처의 IND 승인을 받은 뒤 2026년 3월 첫 환자 투여를 완료했다. 동사는 Calu-6, JIMT-1, PC-3 등의 CDX(Cell Line-Derived Xenograft, 인간 유래 암 세포주를 마우스에 이식하여 만드는 모델) 및 TNBC와 NSCLC PDX(Patient-Derived Xenograft, 환자에게서 채취한 암 조직을 실험실 배양 과정 없이, 면역결핍 마우스에 직접 이식하는 모델) 모델에서 중양 억제효과를 확인했으며, non-human primate GLP(Good Laboratory Practice) 독성시험에서 3~9mg/kg 용량 구간의 내약성 데이터도 확보했다. 다만 이는 어디까지나 비임상 데이터이기에, 임상 1a에서 확인할 PK, dose escalation에 따른 toxicity profile 및 초기 efficacy signal이 플랫폼 경쟁력을 판단하는 핵심 지표가 될 것으로 기대된다. 현재 임상1a상 중간 데이터 확인은 2026년 말경에 내부적으로 확인할 수 있을 것으로 기대되고 있다.

ITC-6146RO 비임상 CDX/PDX 모델 항종양 효과 데이터



자료: 인투셀, 한국IR협회의 기업리서치센터

ITC-6146RO, GLP 독성시험으로 확인한 내약성 데이터



자료: 인투셀, 한국IR협회의 기업리서치센터

또한 동사의 ITC-6140RO가 타겟하는 B7-H3 자체는 이미 글로벌 ADC 업체들이 활발히 개발하는 임상적으로 상당 부분 검증된 target이라는 점도 긍정적인데, Daiichi Sankyo(일본)/MSD(미국)의 'ifinotamab deruxtecan'과 BioNTech(독일)/DualityBio(중국)의 'elfetabart drozuntecan' B7-H3 ADC를 비롯해 다수 후보가 후기 임상에 진입해 있어, 동사의 경쟁력은 B7-H3이라는 target의 신규성보다는 linker-payload 조합을 통해 기존 후보 대비 therapeutic index를 얼마나 개선할 수 있는가에 달려 있다. 특히 현재 주요 B7-H3 ADC들이 Topoisomerase-I inhibitor payload를 중심으로 개발되는 것과 달리 ITC-6146RO는 Duocarmycin 계열 payload를 사용하는게 차별점이며, Duocarmycin은 높은 potency를 갖는 반면 비특이적 독성이 개발의 제약요인으로 작용할 수 있는 만큼, OHPAS의 혈중 안정성과 PMT의 비특이적 uptake 감소가 사람에서도 확인될 경우 동사의 기술적 차별성을 직접적으로 보여주는 첫 단추의 근거가 될 수 있다.

여기에 더해 'SBE303' 파이프라인은 외부 파트너가 개발을 주도하는 OHPAS 적용 파이프라인이라는 점에서 또 하나의 중요한 검증 수단으로 작용해주고 있는데, SBE303은 ITC-6146RO와 달리 Nectin-4를 표적하고 Topo1 inhibitor 계열 payload를 활용하기 때문에, 서로 다른 target과 payload에서 OHPAS의 임상 적용성을 확인할 수 있다. 따라서 향후 동사의 플랫폼 가치를 결정할 가장 중요한 변수는 ITC-6146RO와 SBE303에서 OHPAS의 혈중 안정성 및 safety profile이 실제 환자에서도 재현되는지 여부에 있고, 연말 내부적으로 확인될 것으로 기대되는 ITC-6146RO의 임상 1a interim analysis(중간결과)의 데이터의 중요도가 높아 관심이 집중되고 있다.

이번 human data에서 전임상에서 확인된 내약성 및 약동학적(PK) 특성이 재현될 경우, 개별 파이프라인의 가치 상승은 물론이고, OHPAS 및 PMT 플랫폼에 대한 외부 파트너의 기술 도입 불확실성도 낮아질 것으로 보인다. 이에 따라 동사가 초기 임상을 끝까지 자체적으로 진행하기보다 중간 데이터 확보 단계에서 기술이전(L/O)으로 이어질 가능성도 기대할 수 있어, 이를 동사의 투자 포인트로 고려해볼 수 있다.

SBE303의 첫 상업화 본계약으로 플랫폼 사업모델의 실행 가능성을 입증한 가운데, 추가 4개 프로그램과 OHPAS & TBA 및 다양한 payload 조합으로 확장되는 linker-payload toolbox가 향후 반복 가능한 기술이전과 플랫폼 사업 확대의 가능성을 열어줄 것으로 기대

📌 SBE303으로 확인된 사업화 구조, 단일 기술에서 ADC Toolbox로 확장

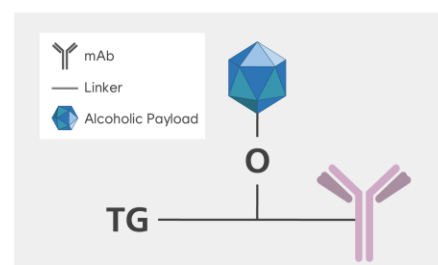
동사는 삼성바이오에피스의 'SBE303' 본계약을 통해 공동연구에서 옵션 행사 이후 상업적 라이선스 계약으로 이어지면서 동사의 플랫폼 사업모델의 가능성이 실제로 작동하기 시작했다는 점도 장기적 관점에서 기대해볼만 하다. 동사는 2023년 12월 삼성바이오에피스와 최대 5개 ADC 후보물질에 대한 공동연구(RCA)를 체결했으며, 연구단계에서는 동사의 linker-payload 기술을 적용해 후보물질을 평가한 뒤 삼성바이오에피스가 타깃별 옵션을 행사하는 방식으로 계약이 체결되어 있다. 이 중에서 **Nectin-4 ADC인 SBE303이 가장 먼저 개발돼** 2026년 3월 임상 1상에 진입했고, 같은 해 7월 양사가 CLA(Commercial License Agreement)를 체결하면서 공동연구 프로그램 중 **첫 번째 후보물질이 정식 상업화 계약으로 전환됐다**.

이는 동사의 사업모델을 평가하는 데 주목해 볼만한 포인트인데, 플랫폼 바이오텍의 공동연구 계약은 실제 기술이전으로 전환되지 못한 채 평가 단계에서 종료되는 경우가 적지 않지만, 삼성바이오에피스와의 사례는 RCA에서 임상개발 및 CLA까지 이어지는 전환 경로를 한 차례 실제로 증명했다. 또한 **기존 계약은 최대 5개 ADC 후보물질을 대상으로 하기 때문에 SBE303을 제외하면 계약 구조상 최대 4개의 추가 프로그램이 남아** 있다. 현재 이들의 detailed 타깃과 개발단계는 공개되지 않아 후속 계약을 당연시하기는 어렵지만, 삼성바이오에피스는 본계약 발표에서 양사가 후속 프로그램을 지속하고 있음도 언급했다. 따라서 **추가 후보의 옵션 행사 또는 본계약 전환은 일회성 기술료가 아닌 반복 가능한 플랫폼 수익모델로도 기대**해볼 수 있다.

그 외로도 지난해 불거졌던 Nexatecan 관련 특허 이슈 역시 SBE303 관점에서는 상당 부분 정리된 상태인데, 더 중요한 변화는 동사가 이 사건 이후 특정 payload에 대한 의존도를 낮추면서 **linker-payload 'toolbox'를 확대**하고 있다는 것이다. 기존 OHPAS는 phenol 및 amine 계열 payload 적용을 중심으로 개발됐지만, 최근 동사는 **alcohol 등 neutral functional group을 접합하기 위한 TBA linker**를 추가 개발하고 있다. 동시에 기존 Nexatecan 계열 외에 payload library도 확대하고 있는데, 특히 iso-Nexatecan(iNXT)은 alcohol functional group을 보유해 GGFG linker뿐 아니라 TBA linker와의 조합이 가능하도록 설계하여 PSMA 및 5T4 ADC에서 iNXT를 적용한 in vitro 및 in vivo 데이터도 현재 보유하고 있다.

Alcohol 및 Amide 계열 Payload 적용을 위한 인투셀의 TBA Linker 기술 개발 현황

A Newly Designed SIG System for Neutral Functional Groups(ex. Alcohol, Amide)

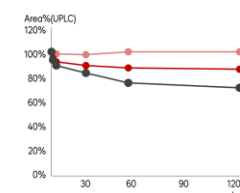


	Amine	Phenol	Alcohol
VC-PABC	○	X	X
IntoCellOHPAS™	○	○	X
IntoCell TBA Linker	X	X	○

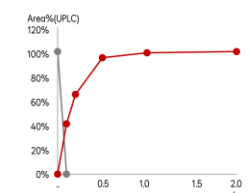
자료: 인투셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBA Linker

pH Stability

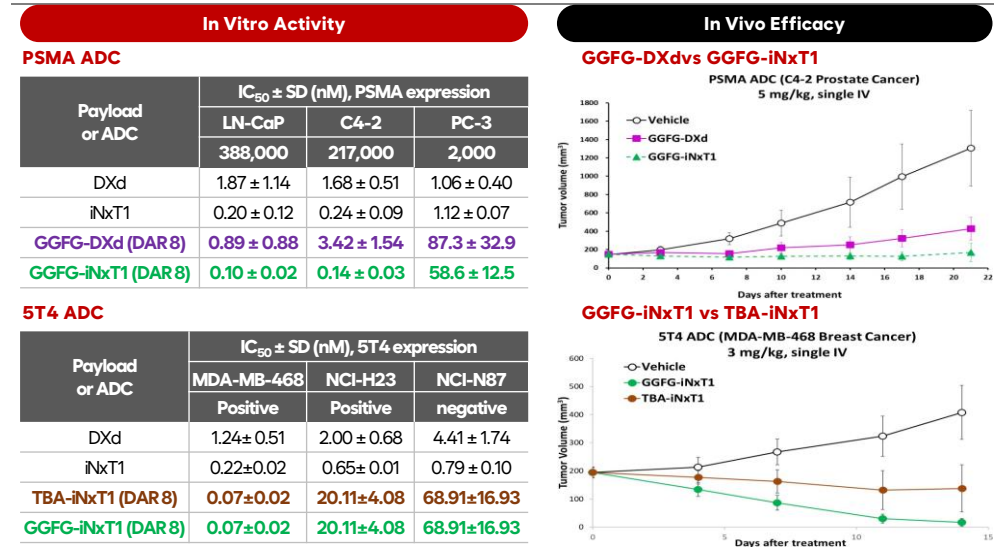


Drug Release Rate



- A couple of TBA linker-applied ADCs (including Dxd, iNXT1) were prepared and tested
- High stability and rapid drug release were confirmed
- GGFG-iNXT1 ADC tested (next page), TBA-iNXT1 ADC in progress

인투셀의 iso-Nexatecan(iNxtT1) 적용 ADC의 In vitro 활성 및 In vivo 항종양 효능



자료: 인투셀, 한국IR협회의 기업리서치센터

현재 동사는 OHPAS-NxT 중심의 단일 조합에서 OHPAS와 TBA linker, Nexatecan, iso-Nexatecan, Duocarmycin 등 다양한 linker-payload 조합으로 기술 포트폴리오를 확장하고 있다는 점이 긍정적으로 보이며, 이는 **파트너사의 target과 요구되는 payload 특성에 따라 복수의 linker-payload 조합을 제안할 수 있는 기반을 마련**하는 과정으로 볼 수 있다. 이로 인해 장기적으로 플랫폼 라이선싱의 적용 범위와 사업화 가능성을 확대를 기대해볼 수 있어, 동사의 투자 포인트로 고려해볼 수 있다.



실적 추이 및 전망

2025년 실적 리뷰

기술이전수익이 확대됐음에도
물질이전수익 감소로 영업수익이
20.9% 감소했고, 높은 R&D
비용 부담이 지속되며 영업손실이
소폭 확대된 해

동사의 2025년 영업수익은 약 23억원(-20.9% YoY), 영업손실은 약 103억원(전년 -97.9억원), 당기순손실은 약 106억원(전년 -99.1억원)으로 전년 대비 적자폭이 소폭 확대됐다. 영업비용은 약 126억원으로 전년 약 127억원 대비 소폭 감소하며 유사한 수준을 유지한 만큼, 2025년 영업손실이 소폭 확대된 원인은 비용 증가보다는 매출 감소에 있던 것으로 보인다.

매출 구성은 전년과 상이한 흐름을 보였는데, 기술이전수익은 2024년 6.7억원에서 2025년 20.2억원으로 약 3배 증가했으나, 같은 기간 물질이전수익이 21.1억원에서 1.3억원으로 크게 감소하면서 기술이전수익 증가분을 상쇄했다. 아쉽게도 파트너사별 세부 수익 구성은 공개되어 있지 않다. 동사의 기술이전수익은 플랫폼 사용료, 타겟 선정비 및 개발 마일스톤 등 기술 권리 제공에 따른 수익으로 구성되어 있고, 물질이전수익은 물질이전계약 및 공동연구 과정에서 linker-toxin 및 ADC 물질을 제조 및 제공하면서 발생한다. 이처럼 동사는 기술이전 및 물질이전 계약의 대가를 수행 의무 완료 및 물질이전 시점 등에 따라 수익으로 인식하고 있어, 일반 제조업과 달리 계약 진행 상황에 따라 분기 및 연도별 매출 변동성이 크게 나타날 수 있는 사업 구조를 가지고 있다.

비용 측면에서는 연구개발비가 약 100.7억원(전년 108.2억원)으로 전체 영업비용의 약 80%를 차지하며 손익구조를 결정하는 핵심 비용으로 작용했다. 2025년 실적은 기술이전수익 증가에도 불구하고 매출 인식 시점과 사업화 성과에 따른 변동성이 지속되면서 전년 대비 소폭이지만 외형 축소 및 영업손실 확대를 기록했다.

2026년 실적 전망

2026년은 외형 유지와 자체
파이프라인 ITC-6146RO임상
진입 및 차기 파이프라인
연구개발에 따른 R&D 비용
부담이 이어지며 적자폭은 소폭
확대될 전망

2026년 상반기 영업수익은 약 10.4억원(전년 동기 1.5억원), 영업손실은 57.4억원(전년 동기 -71.3억원)을 기록하며 전년 대비 외형 성장과 적자폭 축소를 기록했다. 같은 기간 영업비용은 72.8억원에서 67.8억원으로 감소해, 상반기 손실 개선에는 매출 증가와 비용 감소가 함께 기여했다. 특히 연구개발비는 51.1억원으로 전년 동기 60.9억원 대비 감소했지만, 자체 B7-H3 ADC인 ITC-6146RO가 올해부터 본격적으로 임상 1상에 진입한 만큼, 향후 환자 등록 및 임상 진행 속도에 따라 연구개발비는 재차 증가할 가능성이 있다.

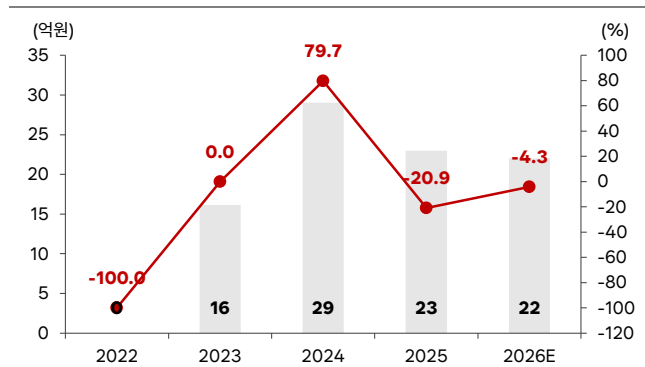
하반기 실적에서 주의할 부분은 2026년 7월 삼성바이오에피스와 체결한 ‘SBE303’ Commercial License Agreement가 별도의 신규 upfront 매출로 연결되지는 않는다는 점이다. 기존 RCA 단계에서 기술접근료, 타겟 선정비 및 옵션 행사와 관련한 초기 대가가 단계적으로 지급돼 왔기 때문이다. 따라서 SBE303 본계약 자체보다는 향후 개발단계별 마일스톤과 삼성바이오에피스의 추가 타겟 옵션 행사 여부가 실적에 영향을 미치는 주요 변수가 될 것으로 예상된다.

그 외로 동사의 매출은 일반 제조업과 달리 신규 L/O, 옵션 행사 및 milestone 발생 시점에 따라 연도별 변동성이 크게 나타나는 구조이기 때문에 단순한 매출 성장률을 기반으로 전망하기에는 한계가 있다. SBE303은 삼성바이오에피

스와 체결한 최대 5개 프로그램 가운데 첫 번째 본계약으로, 계약 구조상 최대 4개의 추가 프로그램이 남아 있어 향후 옵션 행사 및 본계약 전환에 따른 추가 수익 발생 가능성이 존재한다. 또한 신규 플랫폼 또는 자체 파이프라인의 기술 이전이 성사될 경우 현재 추정치를 상회할 여지가 있지만, 현재 진행 중인 ITC-6146RO의 초기 human data가 연말 내부적으로 확인될 것으로 예상되는 만큼, 이를 기반으로 한 신규 L/O 가능성은 2027년부터 더 열려있다고 보는 것이 현실적인 관점에서 적절하다고 판단됨에 따라 2026년 실적 추정치에는 신규 L/O 수익을 별도로 반영하지 않았다.

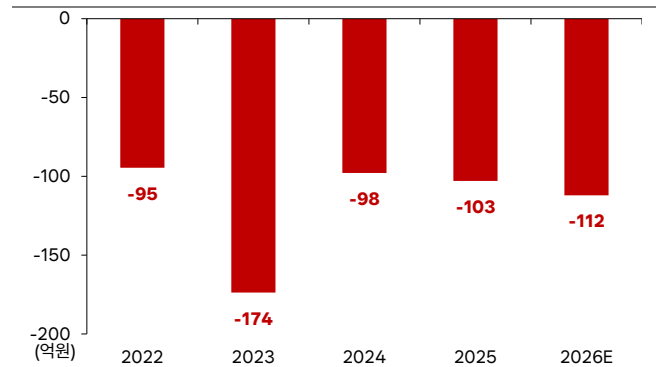
이에 따라 2026년 연간 영업수익은 약 22억원(-4.3% YoY), 영업손실은 약 112억원(전년 -103억원), 당기순손실은 약 117억원(전년 -106억원)으로 전망한다. 하반기 임상 진행에 따른 연구개발비 증가를 감안할 경우 연간 적자폭은 전년 대비 소폭 확대될 것으로 예상되지만, 삼성바이오에피스의 추가 옵션 행사 또는 신규 L/O가 발생할 경우 현재 추정치 대비 실적 upside가 발생할 가능성은 열려 있다.

매출액 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2023	2024	2025	2026F
매출액	16.2	29.1	23.0	22.0
증가율 (%)	N/A	79.7	-20.9	-4.3
기술이전수익	6.3	6.7	20.2	5.5
물질이전수익	9.8	21.1	1.3	15.0
기타수익	0	1.3	1.6	1.5
매출원가	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0	0	0	0
매출총이익	16.2	29.1	23.0	22.0
매출총이익률 (%)	100	100	100	100
판매관리비	190	127	126	134
판매관리비율 (%)	1,187.5	437.9	547.8	609.1
영업이익	-174	-98	-103	-112
영업이익률 (%)	-1,075.8	-337.0	-448.0	-509.1
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지
세전계속사업이익	-168	-99	-106	-117
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지
당기순이익	-168	-99	-106	-117
순이익률 (%)	-1,037.8	-341.2	-461.2	-532.8
증가율 (%)	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-168	-99	-106	-117

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

**현재 밸류에이션은 상장 이후
평균을 하회하고 있으나, 향후
ITC-6146RO의 human data
재현성과 SBE303 임상 전진 및
추가 옵션 행사, 신규 L/O를 통해
플랫폼의 임상적 및 사업적
유효성이 확인될 경우
리가캠바이오 사례처럼 기술이전
규모를 계기로 밸류에이션
재평가가 가능할 전망**

동사의 2026년 예상 실적 기준 밸류에이션은 **PBR 19.5x, PSR 115.2x** 수준으로 추정된다. 동사의 밸류에이션은 2025년 상장 이후 현재까지 PBR 13.6~44.7x, 평균 27.7x, PSR 106.1~411.4x, 평균 231.7x 수준에서 형성되어 왔으며, 이를 기준으로 하면 **현재 동사의 밸류에이션은 과거 평균을 하회하는 수준**에 있다. 동사는 아직 매출 규모가 작고 계약구조 상 매출 인식 시점의 변동성이 높아 매출액 대비 기업가치를 평가하는 PSR보다는 자기자본 대비 기업가치를 평가하는 PBR로만 밸류에이션 해보고자 한다.

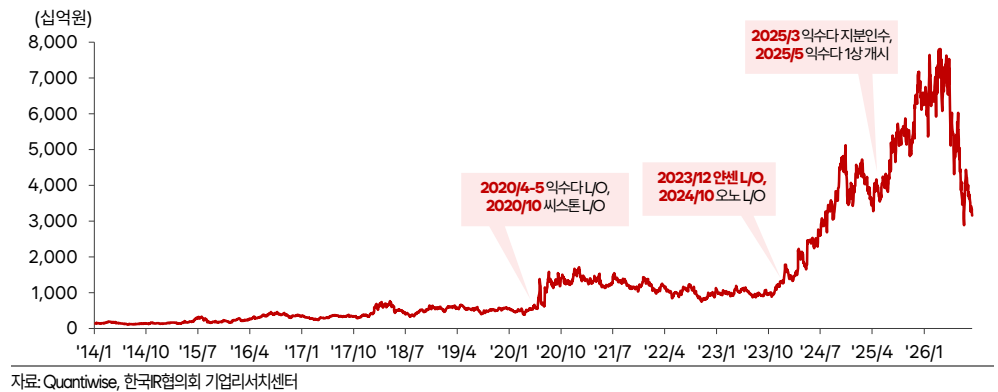
동사는 상장 직후 ADC 플랫폼 기술 및 추가 신규 기술수출에 대한 기대감이 선반영되며 높은 프리미엄이 형성되었으나, 이후 신규 파트너링 및 임상 데이터의 업데이트가 길어지며 과열된 멀티플의 정상화가 진행되고 있는 것으로 보인다. 현재 동사의 플랫폼 기술과 주요 파이프라인의 연구개발 단계는 초기임상 수준으로 실질적인 인간 대상 안전성 및 유효성 데이터가 확보되지 않은 한편, 재무적으로는 연구개발비용 부담으로 인한 영업 적자가 지속되고 있다. 이에 따른 동사의 잠재 가치와 초기 임상 연구개발 기업의 불확실성이 함께 반영되며 밸류에이션 조정이 이루어지고 있는 것으로 볼 수 있다.

따라서 향후 핵심은, 플랫폼의 기술력이 전임상을 넘어 실제 인간 대상 임상 데이터로도 확인되는지, 그리고 이를 기술 이전 성과로 연결할 수 있는지에 달려있다. 이를 확인할 수 있는 가장 가까운 시점은 **ITC-6146RO 임상 1a상**으로, 비임상 단계에서 확인된 내약성과 PK가 재현될 경우, 단순 개별물질의 연구개발 성과가 아닌 ADC 플랫폼의 기술력 검증 차원에서 더욱 높은 확장성을 평가받을 수 있다. 이와 함께 **SBE303의 임상 전진, 공동연구계약에 남아있는 추가 프로그램의 옵션 행사 및 신규 파트너십 체결** 등이 비즈니스 모델의 유효성을 가능하는 지표가 될 전망이다.

한편 동사가 지향하는 ADC 플랫폼 사업의 방향성에 있어 리가캠바이오를 Peer 기업으로 참고해볼 수 있다. 리가캠바이오 또한 자체 플랫폼 기술을 기반으로 플랫폼 기술이전과 파이프라인 기술이전이라는 두 가지 사업모델을 운영하고 있는데, 리가캠바이오의 기술이전 성과에 따른 기업가치 변화 사례를 통해 향후 동사의 밸류에이션 재평가 유인 및 시나리오를 예상해볼 수 있다.

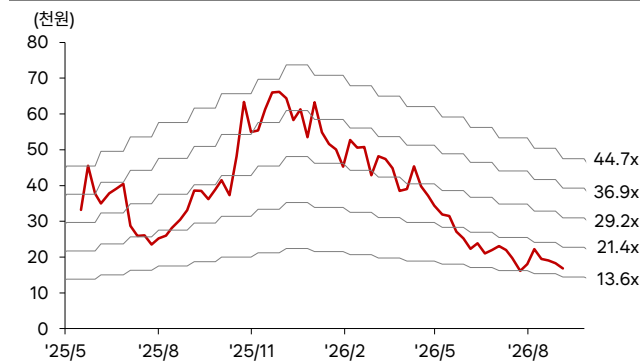
리가캠바이오는 2014년 Fosun(중국)항 기술이전을 시작으로 Iksuda(영국), Cstone(중국), Janssen(미국), Ono Pharma(일본) 등과 기술이전 계약을 체결하며 레퍼런스를 축적하고 있다. 그중 2023년 Janssen에 기술이전한 LCB84(Trop2 ADC)가 기업가치 상승의 주요한 변곡점이 되었는데, 전임상 단계에서 이전된 다른 파이프라인과 달리 LCB84는 미국 임상 1/2상에 진입한 이후 기술이전 계약을 맺으며 1억 달러의 선금금을 수령했고, 공개된 선금금 기준 역대 최대 규모의 계약을 체결했다. 또한 해당 계약을 기점으로 1조원대였던 시가총액이 1년만에 4조원대로 상승하며 리가캠바이오가 보유한 기술력 및 파이프라인 가치의 재평가가 이루어졌다.

리가캠바이오 시가총액 추이

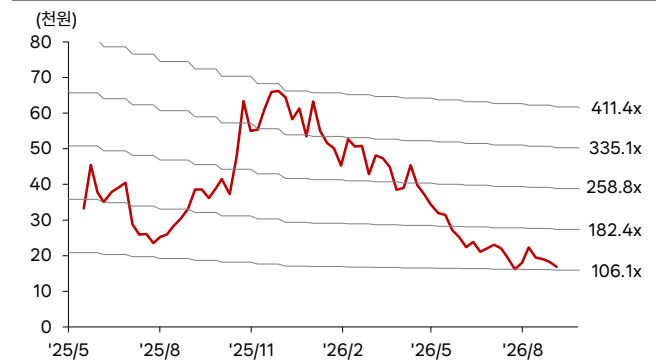


이러한 리가캠바이오의 트랙레코드를 선례로 본다면, 보유한 ADC 플랫폼과 신약 연구개발을 주요 사업모델로 영위하는 바이오텍의 경우 기술이전 계약의 규모가 기업가치 제고의 트리거가 될 수 있고, 파이프라인 가치 책정에는 후보물질의 사전 검증과 임상 단계가 주요 변수로 작용한다는 점을 알 수 있다. 또한 동사는 자체 플랫폼 기술을 보유하고 있는 만큼, 단일 파이프라인의 성패와는 별개로 플랫폼 기반의 반복적인 이익 창출 능력도 확인할 필요가 있겠지만, 현재 동사는 삼성바이오에피스와의 공동연구개발에서 좋은 성과를 기반으로 후속 CLA를 맺으며 레퍼런스를 확보했고, 자체 파이프라인의 임상 진행과 적극적인 파트너링을 추진하고 있다. 향후 추가 기술이전 계약이 체결된다면, 이를 기점으로 'OHPAS Linker'와 다양한 페이로드의 조합에 따라 높은 확장성을 가진 플랫폼 자산의 가치가 재평가되고, 과거 리가캠바이오의 경우와 유사한 방향으로 밸류에이션 상승이 가능할 것으로 기대된다.

인투셀 PBR 밴드 차트



인투셀 PSR 밴드 차트



인투셀 Peer 재무, 밸류에이션 지표 비교

		인투셀	리가캠바이오
주가(원)		16,980	87600
시가총액 (억원)		2,551	32,429
매출액 (억원)	2023	16	341
	2024	29	1,259
	2025	23	1,416
	2026F	22	1,742
영업이익(억원)	2023	-174	-808
	2024	-98	-209
	2025	-103	-1,065
	2026F	-112	-1,216
지배당순이익(억원)	2023	-168	-737
	2024	-99	78
	2025	-106	-743
	2026F	-117	-1,121
PER(배)	2023	-	N/A
	2024	-	483.6
	2025	N/A	N/A
	2026F	N/A	N/A
PBR(배)	2023	-	12.4
	2024	-	6.4
	2025	34.8	12.5
	2026F	19.5	6.5
ROE(%)	2023	-77.8	-40.1
	2024	-95.6	2.0
	2025	-65.7	-13.2
	2026F	-62.1	-21.5
PSR(배)	2023	-	53.3
	2024	-	30.0
	2025	356.7	44.9
	2026F	115.2	19.2
자산총계 (억원)	2023	259	1,895
	2024	237	7,384
	2025	413	7,018
	2026F	297	8,557
자본총계 (지배, 억원)	2023	132	1,482
	2024	75	6,160
	2025	247	5,076
	2026F	130	5,353

주: 1) 주가와 시가총액은 2026년 9월 10일 기준, 2) 인투셀의 2026년 실적은 당사 전망치 기준, 리가캠바이오의 2026년 실적은 컨센서스 기준

자료: Quantiverse, 한국IR협회의 리서치센터

⚠ 리스크 요인

1 플랫폼의 글로벌 외부 검증과 자체 파이프라인 L/O 속도가 관건

삼성바이오에피스 협업으로
플랫폼 사업모델의 가능성은 일부
입증됐지만, 향후 기업가치
재평가를 위해서는 글로벌
파트너의 반복적 채택과 SBE303
& ITC-6146RO의 human
data 재현성 및 글로벌 L/O 연결
여부가 핵심 모니터링 포인트

동사는 OHPAS, PMT 및 다양한 payload 기술을 기반으로 ADC linker-payload 플랫폼을 보유하고 있고, 삼성바이오에피스와의 공동연구 및 SBE303의 본계약 전환을 통해 플랫폼 사업모델의 실행 가능성을 일부 입증하고 있다는 점은 긍정적이다. 다만 ADC 플랫폼의 기업가치가 지속적으로 확대되기 위해서는 단일 파트너와의 협업을 넘어 글로벌 제약사 및 바이오 기업들이 실제 개발 파이프라인에 반복적으로 동사의 linker-payload 기술을 채택한다는 외부 검증 레퍼런스가 추가적으로 축적될 필요가 있어 보인다. 특히 ADC 산업에서는 동일한 플랫폼이 서로 다른 antibody, target 및 payload 조합에서도 효능과 내약성을 재현할 수 있는지가 플랫폼 경쟁력을 평가하는 중요한 기준으로 자리잡고 있는 만큼, 향후 글로벌 파마 및 바이오 기업과의 신규 platform L/O 및 기존 파트너의 추가 타깃 옵션 행사가 예상보다 지연될 경우 OHPAS와 PMT의 글로벌 확장성에 대한 시장의 평가 역시 보수적으로 전환될 가능성이 있어 보인다.

또한 platform L/O는 사업모델의 확장성을 보여줄 수 있다는 장점이 있지만, 초기 공동연구 및 옵션 단계에서는 대규모 현금 유입이 제한적이고 실질적인 경제적 가치는 파트너 파이프라인의 임상 진전과 마일스톤 및 향후 royalty를 통해 장기간에 걸쳐 현실화되는 모델이라는 점을 고려할 필요가 있다. 따라서 platform L/O 만으로 단기간에 기업가치가 큰 폭으로 확대되되보다는 파트너 파이프라인이 임상을 거듭하며 기술의 재현성을 입증해야 하는데, 신약개발은 전체 개발기간이 길고 임상 과정에서 상당한 'Attrition'이 발생한다는 점에서 불확실성이 존재하는 것은 공공연하게 알려져 있다.

이를 보완하기 위해 동사는 자체 linker-payload 기술에 B7-H3 항체를 결합한 ITC-6146RO를 직접 임상 1상 단계에 진입시켜 중간 결과를 연말에 내부적으로 확인하는 것을 목표로 개발한 뒤 파이프라인 단위 L/O를 추진하는 전략도 병행하고 있기도 하다. 자체 파이프라인의 L/O는 platform deal 대비 상대적으로 큰 upfront를 수령할 수 있어 기업가치 재평가의 계기가 될 수 있지만, 반대로 초기 human data 확보 이후에도 기술이전이 예상보다 지연되거나 이미 있는 파트너십으로 연결되지 않을 경우 개별 파이프라인 가치뿐 아니라 본 파이프라인에 적용된 동사의 linker-payload 플랫폼의 경쟁력에 대한 기대까지 함께 낮아질 수도 있다. 이에 따라 SBE303 및 ITC-6146RO에서 전임상에서 확인된 PK, 내약성 및 항종양 효과가 human data에서도 재현되는지가 우선적인 모니터링 포인트로 고려되며, 이후 해당 파이프라인들이 특히 ITC-6146RO가 실제 글로벌 L/O로 얼마나 빠르게 연결되는지를 투자자 입장에서 모니터링 해 볼 필요가 있어 보인다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	0	16	29	23	22
증가율(%)	-100.0	N/A	79.7	-20.9	-4.3
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	0	16	29	23	22
매출이익률(%)	N/A	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	95	190	127	126	134
판매관비율(%)	N/A	1,187.5	437.9	547.8	609.1
EBITDA	-87	-165	-91	-95	-105
EBITDA 이익률(%)	N/A	-1,023.7	-313.4	-414.3	-475.1
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	-95	-174	-98	-103	-112
영업이익률(%)	N/A	-1,075.8	-337.0	-448.0	-509.1
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	8	6	-1	-3	-5
금융수익	8	8	6	8	9
금융비용	0	2	7	3	3
기타영업외손익	0	-0	0	-8	-11
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-87	-168	-99	-106	-117
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업이익	-87	-168	-99	-106	-117
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-87	-168	-99	-106	-117
당기순이익률(%)	N/A	-1,037.8	-341.2	-461.2	-532.8
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주지분 순이익	-87	-168	-99	-106	-117

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	-61	-168	-70	-86	-107
당기순이익	-87	-168	-99	-106	-117
유형자산 상각비	8	8	6	5	5
무형자산 상각비	0	1	1	2	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	14	-14	18	6	3
기타	4	5	4	7	-1
투자활동으로인한현금흐름	82	89	37	-140	40
투자자산의 감소(증가)	39	-50	51	-0	-7
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-2	-1	-1	-1
기타	47	141	-13	-139	48
재무활동으로인한현금흐름	-50	101	44	276	-0
차입금의 증가(감소)	-50	100	0	0	-0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	40	275	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	0	1	4	1	0
기타현금흐름	-0	0	0	-0	-3
현금의증가(감소)	-29	22	10	50	-70
기초현금	67	38	59	70	120
기말현금	38	59	70	120	50

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	249	174	135	313	190
현금성자산	38	59	70	120	50
단기투자자산	205	110	52	188	136
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	7	5	13	5	4
비유동자산	84	85	102	100	108
유형자산	38	35	31	30	29
무형자산	18	26	38	44	46
투자자산	7	5	13	4	12
기타비유동자산	21	19	20	22	21
자산총계	333	259	237	413	297
유동부채	21	107	135	32	135
단기차입금	0	100	100	0	100
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	21	7	35	32	35
비유동부채	14	20	27	133	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	100	0
기타비유동부채	14	20	27	33	32
부채총계	35	127	162	165	167
자배주주지분	299	132	75	247	130
자본금	65	65	66	75	75
자본잉여금	763	765	809	1,080	1,080
자본조정 등	7	6	4	4	4
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-535	-704	-804	-911	-1,028
자본총계	299	132	75	247	130

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B(배)	0.0	0.0	0.0	34.8	19.5
P/S(배)	N/A	0.0	0.0	356.7	115.2
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
EPS(원)	-668	-1,293	-756	-742	-780
BPS(원)	2,303	1,018	566	1,650	867
SPS(원)	0	125	221	161	146
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	-25.5	-77.8	-95.6	-65.7	-62.1
ROA	-22.1	-56.6	-39.9	-32.6	-33.0
ROIC	-194.5	-345.2	-185.3	-219.4	-246.7
안정성(%)					
유동비율	1,196.4	162.6	99.9	970.9	140.1
부채비율	11.6	96.1	215.2	66.7	128.3
순차입금비율	-81.1	-52.1	-28.5	-83.2	-64.1
이자보상배율	-3,085.8	-284.7	-31.1	-39.9	-43.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권회전율	N/A	544.2	306.1	352.6	N/A
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
인투셀	X	X	X

2026년 08월 13일 기준 1일간 특정계좌 매매관여 과다 투자주의종목으로 지정된 바 있음.

발간 History

발간일	제목
2026.09.14	인투셀 - IntoCell, 이제는 IntoHuman: 데이터와 L/O로 증명할 시간

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협회의 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 저작권재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.