2026 RESEARCH FORUM

하나TV
하나증권

제약/바이오 Overweight I Analyst 김선아

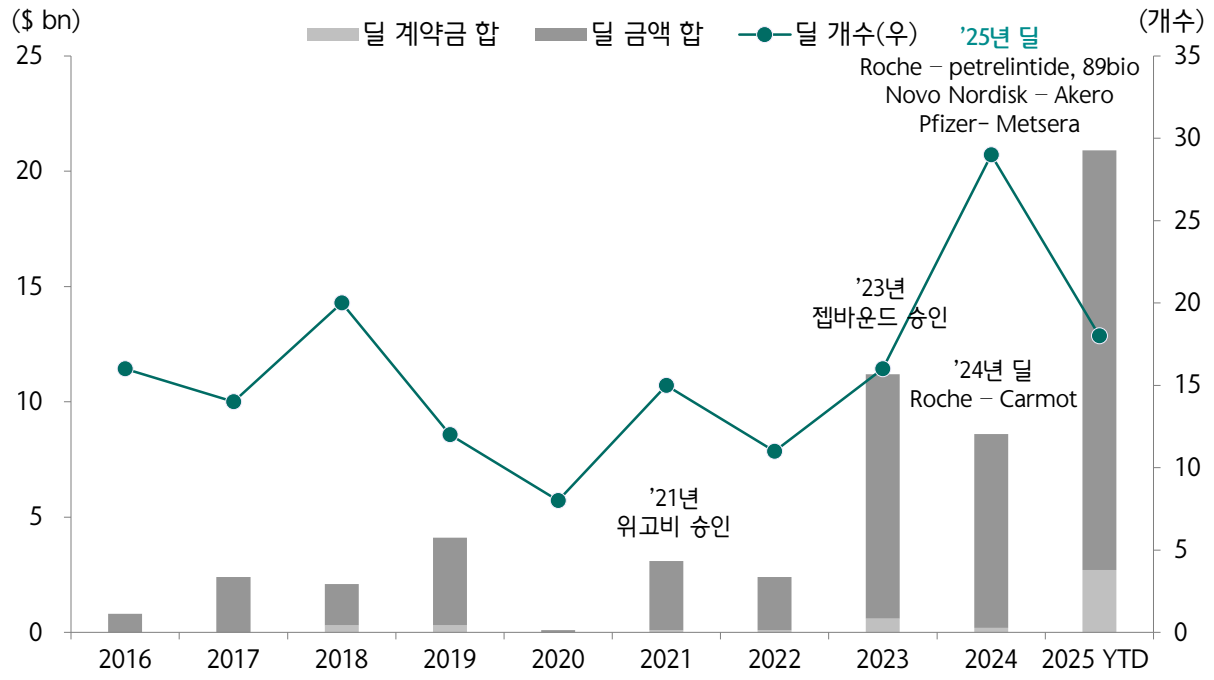
진짜를 가려낼 때, 새로운 테마의 등장

하나증권

진짜를 가려낼 때, 새로운 테마의 등장

- 금리 인하 분위기가 '26년 하반기에 반전될 가능성 높으므로, 금리에 민감한 바이오텍은 '25년의 경험 보다 빠른 비중 조절이 필요할 수 있음
- '23년-'25년을 이끌던 비만 치료제 테마는 끝을 보이는 중, 성장 모멘텀과 기술이전 가능성이 분명한 기업을 선별한 후 투자할 것
- 비만치료제에서 파생된 MASH 치료제, 뇌질환 테마 주목 & '25년 내 ADC 개발 기업 4개 추가로 ADC에 대한 관심은 더욱 강화될 것

비만 및 당뇨 관련 R&D 파트너십



비만치료제로부터 이어질 테마

- MASH 기대감 강화
- 뇌질환 치료제 관심 증폭

26년 새롭게 강화될 테마

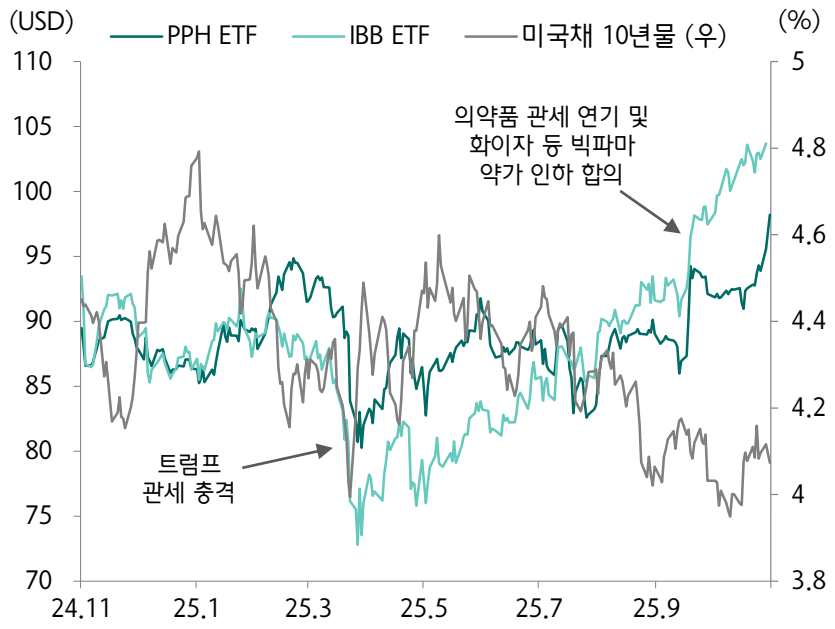
- ADC 임상 이벤트는 연내 계속해서 이어질 것
- ADC 신규 기술이전 개수 증가

자료: Bloomberg, 하나증권

상반기 바이오텍 → 하반기 제약사 전략

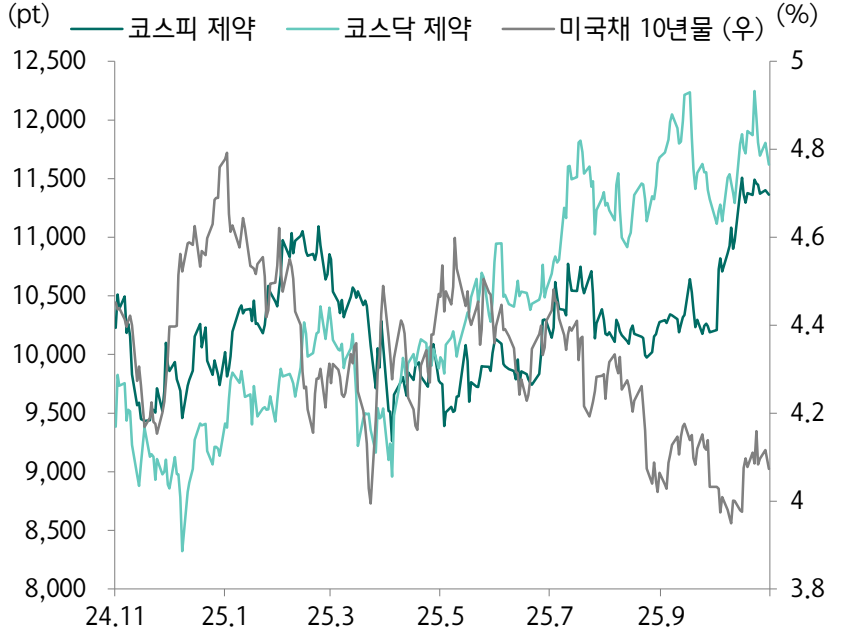
- 제약/바이오는 전통적으로 금리 인하를 따라가는 경향이 강하지만, 제약사는 실적에 의존하기 때문에 대외적인 영향도 크게 받음
- 미국 10년물 국채 금리 기준 1Q26 3.8% → 2Q26 4% 후 상승할 전망. 바이오텍은 금리 흐름에 따라 상고하저 경향을 보일 것
- 제약사는 ’25년 하반기 부터 대외적인 영향이 감소하는 추세이나, 바이오텍의 주가가 약해지는 하반기에 실적 중심으로 두각을 보일 것

금리와 미국 제약사/바이오텍 관계



주: IBB ETF은 35% 할인된 값
자료: Bloomberg, 하나증권

금리와 국내 제약사/바이오텍 관계

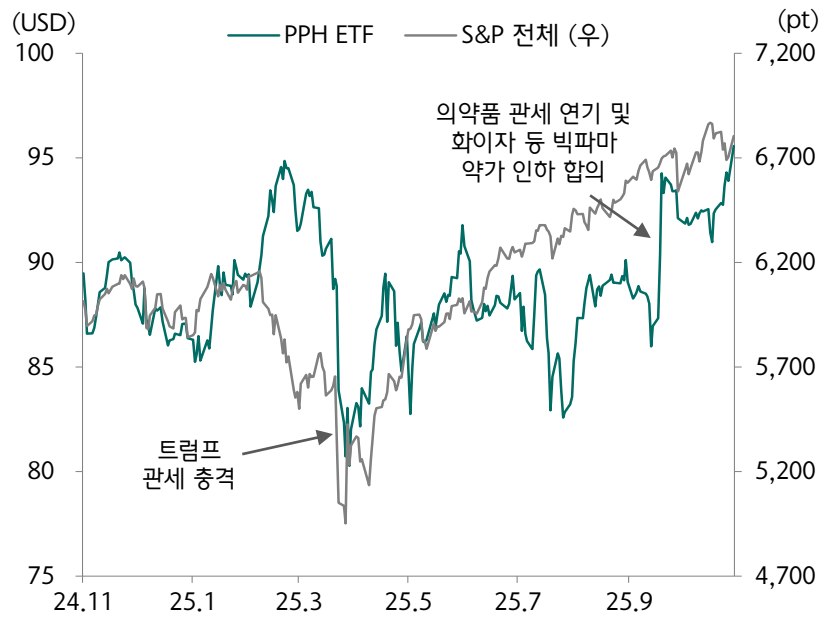


주: 코스피 제약은 35% 할인된 값
자료: Bloomberg, 하나증권

26년 제약사: 대외 리스크는 완화 분위기, 하반기 상대적 강세 전망

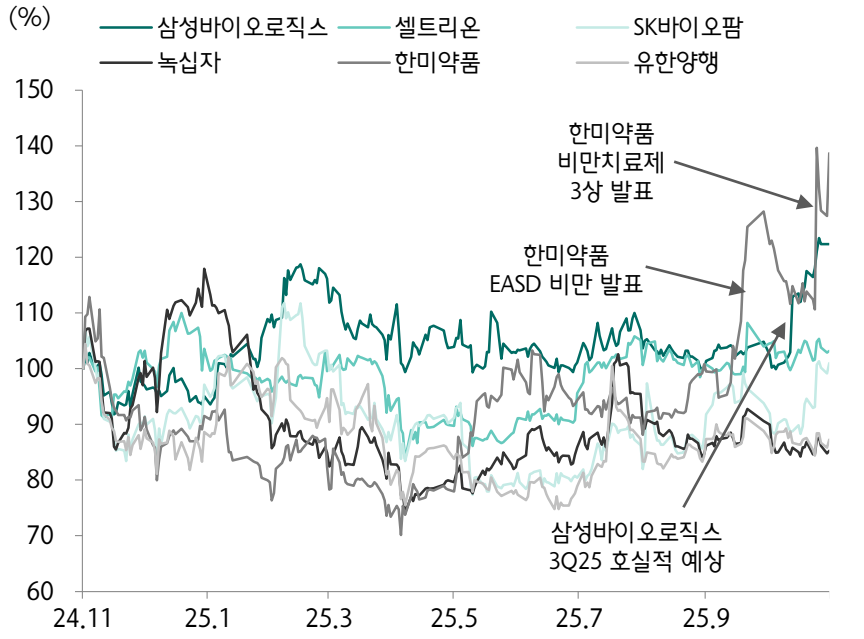
- 미국향 수출 제약사: 관세와 약가 인하 리스크는 완화되는 분위기. PBM사나 보험사 정책 변경 시기로 1Q 실적은 일시적 감소할 수 있음
- 전통 제약사: 실적이 중요하나 R&D가 더 중요. 실적 모멘텀이 약한 시기라도 R&D 이벤트가 있다면 보유할 것
- 상대적으로 바이오텍이 우세할 상반기 보다, 바이오텍에 대한 관심이 감소하는 하반기에 주가 흐름은 더 좋을 것이라 예상

’25년 미국 제약사 주가 흐름 (Van Eck ETF)



자료: Bloomberg, 하나증권

’24-’25년 국내 주요 제약사 시가총액 변화율

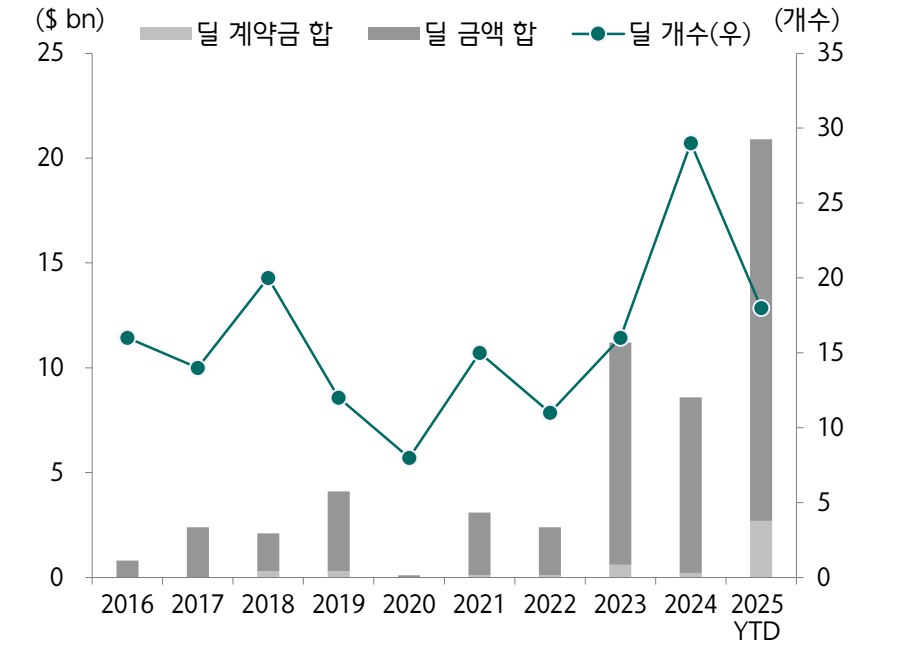


주: 2024.11.12 주가 기준 변화율
자료: Bloomberg, 하나증권

26년 바이오: 상반기 금리 인하 + 이월한 L/O

- 상반기 금리 인하 + ‘25년에서 이월된 기술이전 건이 ’26년 상반기에 발생할 가능성이 높음 → 3Q 금리 인상으로 하반기 약세 예상
- 주목할 기술 1: 비만치료제, MASH 관련 유의미한 실적을 달성한 선별된 기업 → 뇌질환으로 관심 이동
- 주목할 기술 2: ADC 개발 기업 중 후기 임상 진입 기업, 링커나 페이로드 플랫폼 보유 기업

최근 3년간 비만치료제 R&D 파트너쉽 동향



자료: 3Q25 JPM Biopharma, 하나증권

ADC에 사용되는 페이로드 중 실제 사용 승인 것과 임상 승인 것 비율

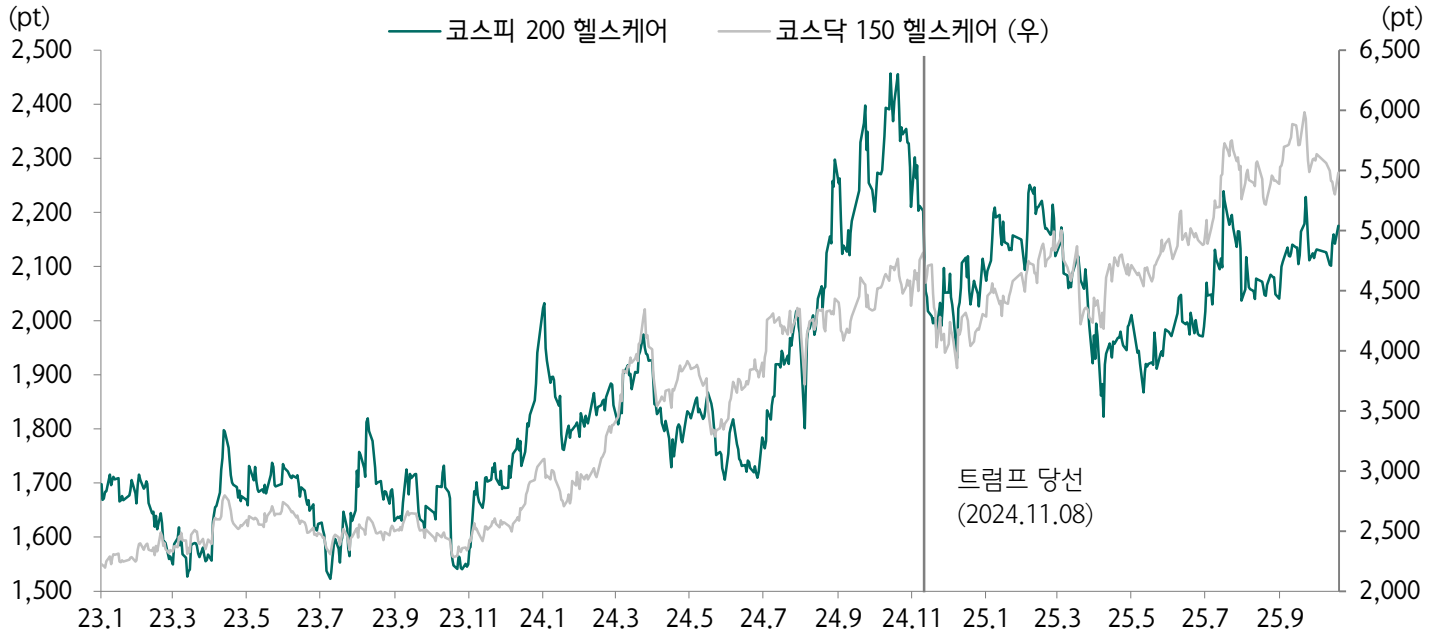
페이로드 계열	승인 약물	임상3상 중
Tubulin binders	53.3%	45.8%
DNA-damaging	20.0%	4.2%
TOP1 inhibitor	13.3%	45.8%
Pseudomonas Exotoxins	6.7%	4.2%
Photosensitizers	6.7%	0%

자료: Wang et al. Journal of Hematology & Oncology (2025), 하나증권

미국향 수출 제약사: 의약품 관련 트럼프 리스크의 약화 분위기

- 트럼프 당선 후 의약품 관련 주요 리스크는 약가 인하 압박과 의약품 관세 부과였으나, 동시에 해결되는 분위기
- Pfizer, AZ, Novo/Lilly 등 주요 제약사가 직접 트럼프 행정부와 약가 인하 협상하는 중→ 중간 유통사(PBM, 보험사) 제거, 관세 면제 혜택
- 국내 제약사의 주요 고객사/파트너사인 빅파마는 관세 면제 티켓을 얻으면서 리스크 해소, 중간 유통사 제거로 일정 수준의 이익 보전

코스피 200 헬스케어, 코스닥 150 헬스케어 지수 추이



자료: Quantiwise, 하나증권

전통 제약사: 실적과 R&D 이벤트

- 전통제약사는 이익 중심의 실적 개선에 집중하되, R&D 이벤트가 있다면 실적 시즌과 무관하게 보유하는 전략을 추천
- R&D 이벤트를 발표한 제약사는 대체로 수익률 높은 경향 ('24년 유한양행, '25년 한미약품)
- 국내 제약사의 주요 고객사/파트너사인 빅파마는 관세 면제 티켓을 얻으면서 리스크 해소, 중간 유통사 제거로 일정 수준의 이익 보전

전통 국내 제약사 R&D 이벤트

제약사	파이프라인명	적응증	이벤트	비고
한미약품	에피노페그듀타이드	MASH	1월 JPM MSD 발표	1H26
	에포시페그투르타이드	MASH	P2(US) 발표	2H26
	HM17321	비만(근육증가)	P1(US) 발표	2H26
유한양행	경구 GLP-1	비만	P1 진입	2026 내
	YH32324	만성두드러기	P2 중간 데이터	2026 내
대웅제약	DWRX5003	비만(마이크로니들패치)	P1 완료	2026 내
종근당	CDK-510	미정	P2(US) 개시 및 적응증 공개	2H25~1H26
동아에스티	DA-1726	비만	P2(US) IND 신청	2Q26
	Vanoglipel	MASH	P2b 진입	2026 내
SK바이오팜	미정	미정	2nd Product 도입	2026 내

자료: 각 사, 하나증권

비만 치료제는 선별 영역 → MASH와 뇌질환 치료제로 관심 이동(1)

- 비만치료제 L/O 난이도는 현저히 높아짐: 1) New 타겟과 Modality, 2) 월등히 우수한 약효+글로벌+후기임상 입증, 3) 압도적인 편의성 제공
- 최초의 MASH 치료제는 '24년에 등장 → 여전히 성장 중이나, L/O 기회는 마찬가지로 1) 높은 병용 가치, 2) 글로벌+후기임상 조건 갖출 것
- 기존 비만 치료제 개발사인 Novo, Innovent(Lilly) 등은 알츠하이머로 시장 확장 중 → 뇌질환 치료제에 대한 관심이 서서히 높아질 것

주요 글로벌 빅파마의 비만/MASH치료제 주요 파이프라인 보유 현황 (1)

기업명	파이프라인명	적응증	Modality	MoA	개발 단계
Eli Lilly	Tirzepatide	비만/MASH	Peptide	GLP1/GIP	상용화 (+MASH P3 중)
	Eloralintide	비만	Peptide	Amylin	P2 종료
	Orforglipron	비만	저분자화합물	GLP1	NDA 준비
	Retatrutide	비만	Peptide	GLP1/GIP/GCG	P3 진행 중
Novo Nordisk	Semaglutide	비만/MASH	Peptide	GLP1	상용화 (+MASH 상용화)
	Rybelsus	비만	Peptide (Oral)	GLP1	NDA 신청
	Cagrilintide	비만	Peptide	Amylin	P3 진행 중
	Amycretin	비만	Peptide (SC,Oral)	GLP1/Amylin	P3 진행 중
	Efruxifermin	MASH	Peptide	FGF21	Akero 인수 P3 진행 중

자료: 각 사, 하나증권

주요 글로벌 빅파마의 비만/MASH치료제 주요 파이프라인 보유 현황 (2)

기업명	파이프라인명	적응증	Modality	MoA	개발 단계 (US 기준)
Pfizer	MET-097i/o	비만	Peptide (SC, Oral)	GLP-1 (monthly)	P2 진행 중
	MET-233i/o	비만	Peptide (SC, Oral)	Amylin (monthly)	P1/2 진행 중
Amgen	Maritide	비만	Ab-peptide	GLP-1+ anti-GIP	P3 진행 중
Boehringer Ingelheim	Survodutide	MASH	Peptide	GLP1/GCG	MASH P3 진행중
AstraZeneca	AZD-5004	비만	저분자화합물	GLP-1	P2 진행 중
	AZD-6234	비만	Peptide	Amylin	P2 진행 중
Roche	CT-388	비만	Peptide	GLP1/GIP	P2 진행 중
	Petrelintide	비만	Peptide	Amylin	P2 진행 중
	Pegozafermin	MASH	Peptide	FGF21	89bio 인수 P3 진행 중

자료: 각 사, 하나증권

비만 치료제는 선별 영역 → MASH와 뇌질환 치료제로 관심 이동(2)

국내 비만치료제 개발 현황 (주목할 파이프라인은 음영)

회사명	파이프라인명	Modality 및 투약	MoA	개발 단계	효과 또는 목적	타임라인	비고
한미약품	에페글레나타이드	Peptide, QW, SC	GLP1-R agonist	P3(KR) 종료 임박	P2(Global) 6mg 21주 7.2% 감량 P3(KR) 10mg 40주 9.75% 감량	4Q25 국내 허가 신청	2H26 국내 출시 예정
	HM15275	Peptide, QW, SC	GLP1/GIP/GCG Rs triple agonist	P2(US) 진입 예정	P1(US)에서 MAD 4주 투여 : 모든 투약군 Grade 3 없음	2H25 FDA P2 IND 신청	'30년 상업화 목표
	HM17321	Peptide, QW, SC	UCN2 analogues	P1(US) 진입	근육 증가제	2026.05 P1 4주차 Top Line	병용 L/O 전략, '31년 상업화 목표
	HM101460	Small molecule, QD	GLP1-R agonist	전임상	-	EASD2025(9월) 처음 등장	-
디앤디파마텍	MET-097o	Peptide, QD, Oral	GLP1-R agonist	P1(US) 진행 중	MET-097i의 경구화 (097i: 28주 max.14.1% 감량)	2025.12 P1 4주차 Top Line	Metsera(Pfizer 자회사)가 개발 중
	MET-233o	Peptide, QD, Oral	Amylin analogue	전임상	MET-097 라인과 병용	4Q25~1H26 FDA P1 IND 신청	Metsera(Pfizer 자회사)가 개발 중
일동제약 (유노비아)	ID-110521156	Small molecule, QD	GLP1-R agonist	P1(KR) 종료	4주 max. 9.9% 감량	파트너쉽 체결 후 P2(Global) 진입 계획	-
동아ST	DA-1726	Peptide, QW, SC	GLP1/GCG Rs dual agonist	P1(US) 종료	4주 max. 6.3% 감량	2Q26 P2(US) IND 신청	해외 판권/임상 Metavia에서 진행
HK이노엔	IN-B00009	Peptide, QW, SC	GLP1-R agonist	P3(KR) 진행 중	48주 max. 15% 감량	2028.05 P3 종료 예정	2024년 SCIWIND(CN)에서 L/I
올릭스	OLX702A	siRNA, 단회 투여	MTARC1 inhibitor	P1(AU) 진행 중	12주 max. BMI 6.62% 감소	1H26 CSR 수령 예상	올해 2월 Lilly에 L/O($0.6bil), MASH를 주력으로 개발 중
케어젠	Korglutide	Peptide, QD, Oral	GLP1/IGF-1R dual agonist	건강기능식품 원료 등록	12주 max. 9.5% 감량	4Q25 인도, 남미 등 진출 및 미국 NDI 등록	-
대웅 테라퓨틱스	클로팜	마이크로니들 패치, QW	GLP1-R agonist	P1(KR) 진행 중	Semaglutide 사용	2025.10.01 국내 P1 IND 승인	지주사 "대웅"의 자회사
펩트론	Smart Depot	마이크로스피어 (monthly)	-	Lilly와 제형 평가 중	Tirzepatide 월1회 주사제 개발	4Q25 Lilly 본계약 체결 기대	-
인벤티지랩	IVL-DrugFluidic	마이크로스피어 (monthly)	-	베링거인겔하임과 MTA 계약 체결	월1회 주사제 개발	'26년 베링거인겔하임 등 추가 계약 체결 기대	-
지투지바이오	InnoLAMP	마이크로스피어 (monthly)	-	비공개 유럽 제약사	월1회 주사제 개발	'26년 비공개 유럽 제약사 등 추가 계약 체결 기대	-
삼천당제약	제네릭	Peptide, QD, Oral	GLP1-R agonist	생동성 시험 종료	Rybelsus 제네릭 (Semaglutide 경구용)	H26 국내 제네릭 허가	제형특허 회피 필요
나이벡	Regenotide	Peptide, SC	β1 integrin agonist	P1(AUS) 완료	대조군 GLP-1RA 대비 지방 축적 60%이상 억제, 근섬유 단면적 2배 확대	2025.10.22 비만 적응증 확장 위한 전임상 데이터 발표	폐섬유증 적응증으로 미국 바이오텍에 L/O

자료: 각 사, 하나증권

비만 치료제는 선별 영역 → MASH와 뇌질환 치료제로 관심 이동(3)

- 국내 MASH 치료제 개발 현황과 주목할 기업은 하기의 표와 같음
- NuSH계 약물을 뇌질환 치료제로 개발 중인 기업은 국내에 없음 → 관련 기업 중, BBB셔틀 기술을 보유한 **에이비엘바이오**

국내 MASH 개발 현황 (주목할 파이프라인은 음영)

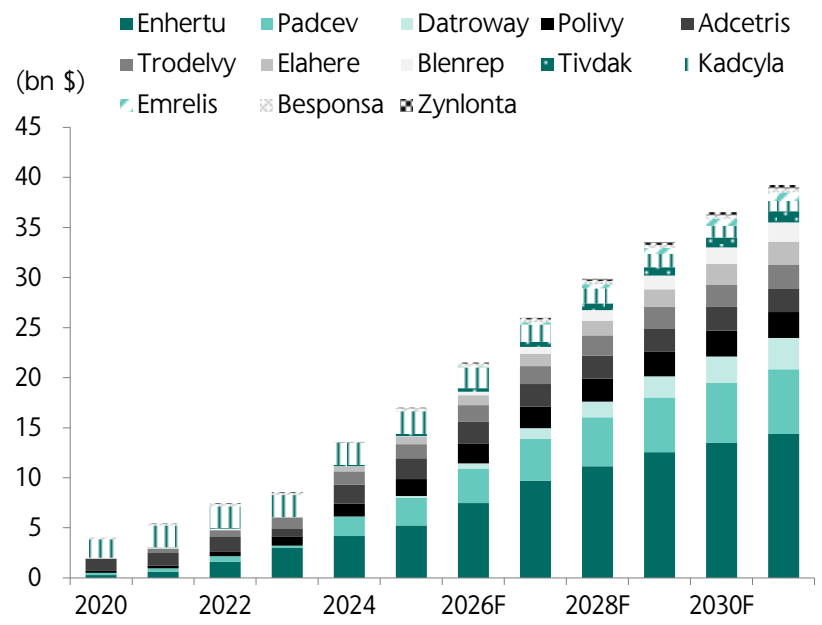
회사명	파이프라인명	Modality 및 투약	MoA	개발 단계	효과 또는 목적	타임라인	비고
한미약품	에포시페그트루타이드	Peptide, QW, SC	GLP1/GIP/GCG Rs triple agonist	P2b(US) 진행 중	-	2026.06 2상 종료	-
	에피노페그듀타이드	Peptide, QW, SC	GLP1/GCG Rs dual agonist	P2(US) 진행 중	24주 LFC 72.7% 감소 (sema 42.3% 감소)	1Q26 2b상 결과 발표	MSD
올릭스	OLX-702	Oligonucleotide, SC	siRNA	P1(AUS) 진행 중	PK, PD, 최적 용량 확인	-	2025.02 Eli Lily로 L/O
동아ST	Vanoglipel	Small molecule, QD, Oral	GPR119 agonist	P2a (US) 완료	16주 비침습적 지표 (CAP, FAST, NIS-4) 모두 위약군 대비 유의미한 감소	2025.11 AASLD 2a상 추가 결과 발표	MetaVia GPR119 작용 First in Class 경구 합성신약
디앤디파마텍	DD01	Peptide, QW, SC	GLP1/GCG Rs dual agonist	P2(US) 진행중	12주 LFC 62.3% 감소 24주 섬유화/대사지표 (PRO-C3, ELF, HbA1c) 지속적 개선	1H26 내 2상(48주) 결과 발표	2025.11 AASLD 2상 24주차 데이터 발표
유한양행	YH-25724	Peptide, QW, SC	FGF21/GCG Rs agonist	개발 계획	-	-	2025.03 베링거로부터 반환

자료: 각 사, 하나증권

ADC에 대한 관심은 더욱 강해질 것(1)

- Enhertu는 Perjeta와의 병용으로 “HER2+ 유방암 1차 치료제”로 ’26년 1분기 내 FDA 승인을 획득할 것으로 기대 (’25년 9월 BLA 신청)
- ADC가 전통적인 1차 치료제인 화학요법 대비 우수한 넘어서는 효과를 보임에 따라, 1차 치료제 진입 분위기와 관심은 더욱 증가할 것
- 현재 FDA 승인된 ADC 약물 중 가장 높은 매출과 빠른 성장을 보이는 Enhertu는 ’28년도 추정 매출 $111억에 달함 (’24년 매출 $42억)

FDA 승인된 ADC 약물의 추정 매출



자료: GlobalData, 하나증권

FDA 승인된 ADC 약물의 특징

ADC명 (개발사)	적응증	타겟	링커 (특징)	페이로드 (계열)	’24년 매출 (mn $)
Adcetris (Seagen)	호지킨 림프종	튜불린	vc linker (효소 절단성)	Vedotin (MMAE)	1,935
Kadcyla (Genentech)	HER2+ 유방암	HER2	SMCC (비절단성)	Emtansine (DM1)	2,269
Polivy (Genentech)	DLBCL	튜불린	vc linker (효소 절단성)	Vedotin (MMAE)	1,273
Padcev (Astellas)	전이성 요로 상피암	넥틴-4	vc linker (효소 절단성)	Vedotin (MMAE)	1,948
Enhertu (Daiichi Sankyo)	HER2+ 유방암	HER2	GGFG linker (효소 절단성)	Deruxtecan (DXd)	4,171
Trodelvy (Immunomedics)	삼중음성 유방암	TROP2	CL2A linker (산성 환경 절단성)	Govitecan (SN-38)	1,316
Zynlonta (ADC Therapeutics)	DLBCL	B 림프구 항원 CD19	va linker (효소 절단성)	Tesirine (PBD dimer)	27
Tivdak (Genmab)	자궁경부암	튜불린	vc linker (효소 절단성)	Vedotin (MMAE)	131
Elahere (ImmunoGen)	상피성 난소암	튜불린	SPDB linker (환원 절단성)	Soravtansine (DM4)	479

주: ALL, 급성 림프구성 백혈병; AML, 급성 골수성 백혈병; DLBCL, 미만성 거대 B세포 림프종.
2024년 매출액 $10mn 이하 Besposa, Mylotarg, Emrelis, Datroway, Blenrep은 생략
자료: GlobalData, 하나증권

ADC에 대한 관심은 더욱 강해질 것(2)

- ’25년 국내 새로운 ADC 개발 기업 다수 등장: 삼성에피스홀딩스(인적분할), 인투셀(IPO), 에임드바이오(IPO), 셀트리온(최초 파이프라인 공개)
- ’26년 국내 ADC 1세대 기업인 리가켐바이오의 후기 임상 이벤트 다수, 인투셀의 임상1상 중간결과 발표로 Novel 링커의 효과 확인 등
- 연간 학회 일정과 각 기업의 R&D 결과 공개 타임라인을 체크 → 기술이전 가능성 확인

’25년 신규 ADC 개발 기업의 파이프라인과 특징 요약 (임상 진입 기준)

기업명	파이프라인	특징	’26년 주요 일정
삼성에피스홀딩스 (인적분할상장)	비공개 (방광암)	비공개	P1 진행 ’26년 내 중간결과
셀트리온 (ADC임상진입)	CT-P73 (진행성 고형암)	Tissue Factor 타겟 Camptothecin계열 피노바이오 공동개발	P1 진행 ’26년 내 중간결과
인투셀 (2025년 상장)	ITC-6146RO (진행성 고형암)	B7-H3 타겟 Duocarmycin 계열 OHPAS 링커 적용	P1 진행 ’26년 내 중간결과
에임드바이오 (2025년 상장)	AMB302 (방광암, 두경부암, 교모세포종)	FGFR3 타겟 BioHaven 공동개발	P1 진행 ’26년 내 중간결과

자료: 각 사, 하나증권

‘26년 ADC 관련 주요 학회 일정

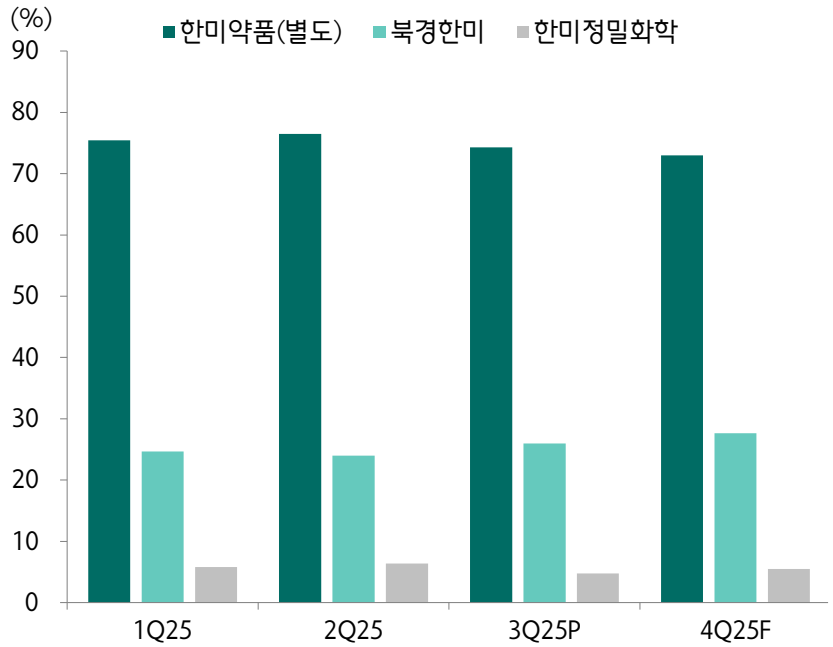
일정	학회명	장소	2025년 국내 참가기업
01/12	J.P.Morgan Healthcare Conference	San Francisco, CA	삼성바이오로직스, 셀트리온, 롯데바이오로직스, 휴젤, 디앤디파마텍 등
05/29	ASCO (미국 임상종양학회)	Chicago, IL	LG화학, 유한양행, HLB, 에이비온, 온코닉테라퓨틱스 등
09/12	WCLC (세계 폐암학회)	Seoul, Korea	유한양행, 리가켐바이오, 보로노이 에스티큐브 등
10/23	ESMO (유럽 종양학회)	Madrid, Spain	한미약품, 리가켐바이오, 프레스티지바이오파마, 에스티큐브, 퓨쳐켐 등
11/03	World ADC-USA (미국 ADC 학회)	San Diego, USA	삼성바이오로직스, 롯데바이오로직스, 셀트리온, 리가켐바이오, 에이비엘바이오, 인투셀, 지놈앤컴퍼니, 앱티스 등

자료: 하나증권

한미약품(128940) I BUY I TP 500,000원 I CP(11월13일) 483,000원

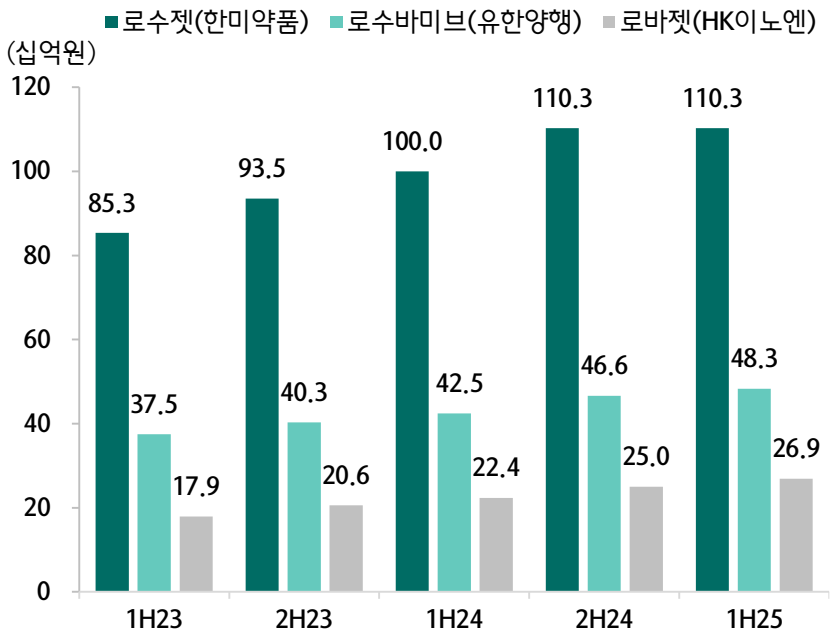
- 전체 매출의 약 25%를 차지하는 북경한미가 '25년 초 거버넌스 이슈 종료 후 3Q25부터 경영 정상화를 보였고, '26년은 더욱 성장 할 것
- 로수젯의 처방 수는 여전히 YoY 성장 중이나, 사용량 연동 약가인하 제도로 인해서 매출 성장이 멈춘 상태
- 그러나 프롤리아BS, 다파론 패밀리 등 매출 추가, '26년 하반기 부터 에페글레나타이드가 출시될 예정이므로 하반기 매출 크게 성장할 것

한미약품 각 기업별 매출 비중



자료: 한미약품, 하나증권

로수바스타틴 에제티미브 복합제 국내 원외처방 매출 순위

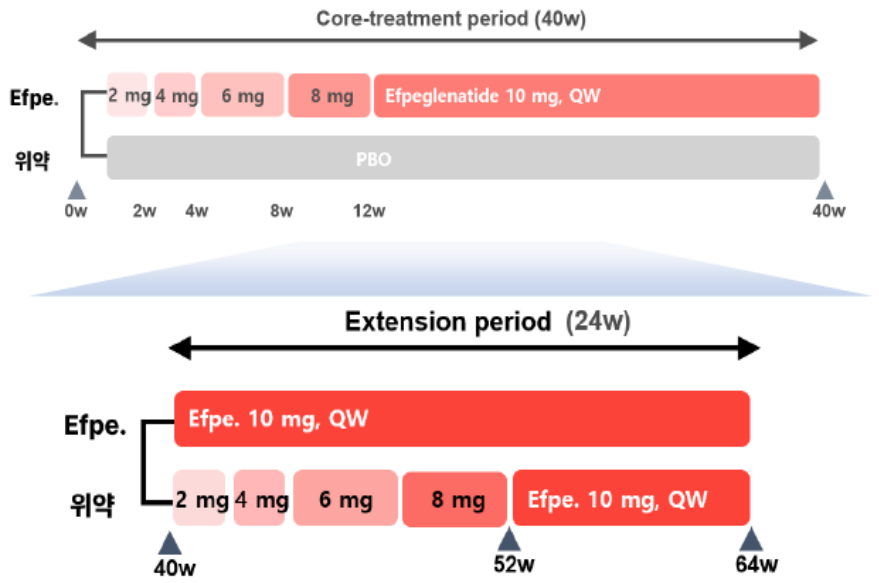


자료: 한미약품, 하나증권

한미약품(128940) I BUY I TP 500,000원 I CP(11월13일) 483,000원

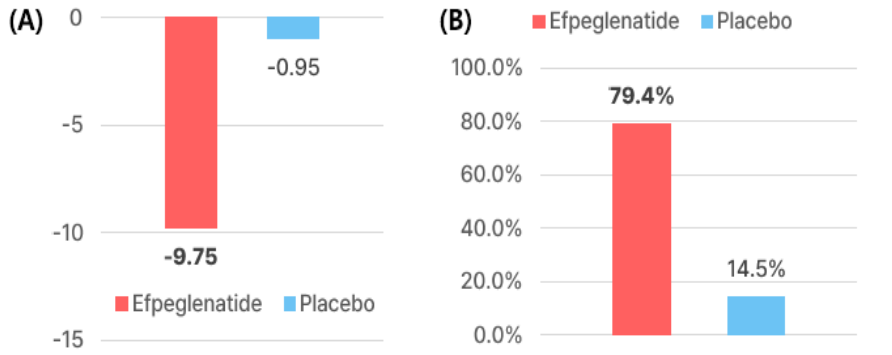
- 에페글레나타이드의 예정 보다 빠른 임상 결과 공개: 위고비 시장을 대체할 제품으로 '26년 하반기 국내 출시 예정
- 아시아인 대상 위고비 임상 STEP-7의 44주차 결과와 비교하여, 40주차에서 체중 감소량은 유사하고 GI 부작용은 더 낮은 결과 도출
- Full value chain을 구축한 상태이므로 이익률이 상당할 것으로 예상하고, '27년 목표 연매출은 1,000억원임

에페글레나타이드 임상3상 디자인



자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

에페글레나타이드 국내 임상3상 Top line 결과 (40주차)



(C)

임상시험별	Efpeglenatide HM-EXC-301 study (40주 시점)		Semaglutide STEP7 study[2] (44주 시점)		Semaglutide STEP1 study[3] (68주 시점)	
	Efpe 10mg (N=299)	Placebo (N=149)	Sema 2.4mg (N=249)	Placebo (N=126)	Sema 2.4mg (N=1306)	Placebo (N=655)
기저치 대비 체중 변화	Diff -8.13%		Diff -8.5%		Diff -12.44%	
5% 이상 체중 감량 대상자	Diff 64.93%		Diff 54%		Diff 54.9%	

주: (A) 평균 체중감소율, (B) 체중 감소율이 5% 이상인 시험 대상자 비율. (C) 경쟁 약물 임상 비교
자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

한미약품(128940) I BUY I TP 500,000원 I CP(11월13일) 483,000원

- 근육 증강 HM17321은 UCN2 유사체로 L/O 가능성 가장 높은 파이프라인: 미국 임상1상 진입하여 하반기 결과 확인할 예정
- 삼중작용제 HM15275도 미국 임상2상 진입하여 '26년 내 투약 종료, '27년 초 결과 확인 예정: Lilly의 Tirzepatide, Retatrutide 대항마
- MSD에 기술이전한 MASH 치료제인 에피노페그듀타이드의 글로벌 임상2b상 결과 발표도 예정되어 있음: 마일스톤 수령 기대

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,495.5	1,504.3	1,569.9	1,759.5
영업이익	216.2	239.9	280.9	361.4
순이익	121.3	171.0	215.8	284.7
증감률	(17.0)	40.9	26.2	32.0
PER	29.62	35.93	28.47	21.57
PBR	3.19	4.87	4.19	3.54
ROE	11.89	14.85	16.35	18.28
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000

자료: 하나증권

26년 주요 이벤트

파이프라인명	적응증과 특징	시기	이벤트
에페글레나타이드	비만 (GLP1 작용제)	2026년 전반	• 1H26: 64주차 데이터 공개 • 2H26: 국내 시판 허가 획득, 본격적인 매출 발생
에피노페그듀타이드	MASH (MSD L/O)	2026년 전반	• 1월: JPM Healthcare에서 MSD의 MASH 관련 언급 • 1H26 말: P2b 결과발표 • 2H26: P3 진입+마일스톤
HM15275	비만 (삼중작용제)	2H26	• 하반기 비만 학회 등에서 중간 결과 데이터 공개 (미정)
HM17321	비만 (근육증가)	2H26	• P1 종료 및 탑라인 공개 • L/O 가능성 높음

자료: 하나증권

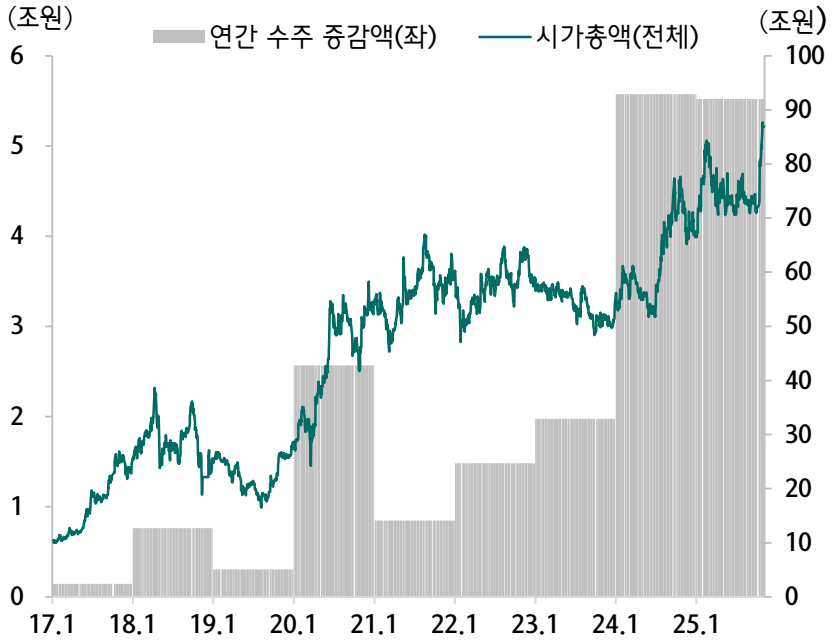
삼성바이오로직스(207940) I BUY I TP 1,450,000원 I CP(11월13일) 1,221,000원

- 기존 에피스 사업부를 인적분할함으로써 valuation에 대한 고민이 감소하였고, 이익 성장성이 더욱 뚜렷해짐
- 1~3공장 36.4만 리터인데, 4공장 24만 리터가 풀가동 하면서 3Q25 영업이익이 크게 성장하였고, 5공장도 문제 없이 ramp-up 중
- 주요 고객사인 빅파마들이 약가 인하와 함께 관세 면제를 받고 있고, 실제로도 전년도와 유사한 수준으로 수주를 받고 있음

제2바이오캠퍼스 조감도

주: 붉은 박스는 생산지원동
자료: 삼성바이오로직스, 하나증권

연간 수주 증감액과 시가총액



자료: Dart, 하나증권

삼성바이오로직스(207940) I BUY I TP 1,450,000원 I CP(11월13일) 1,221,000원

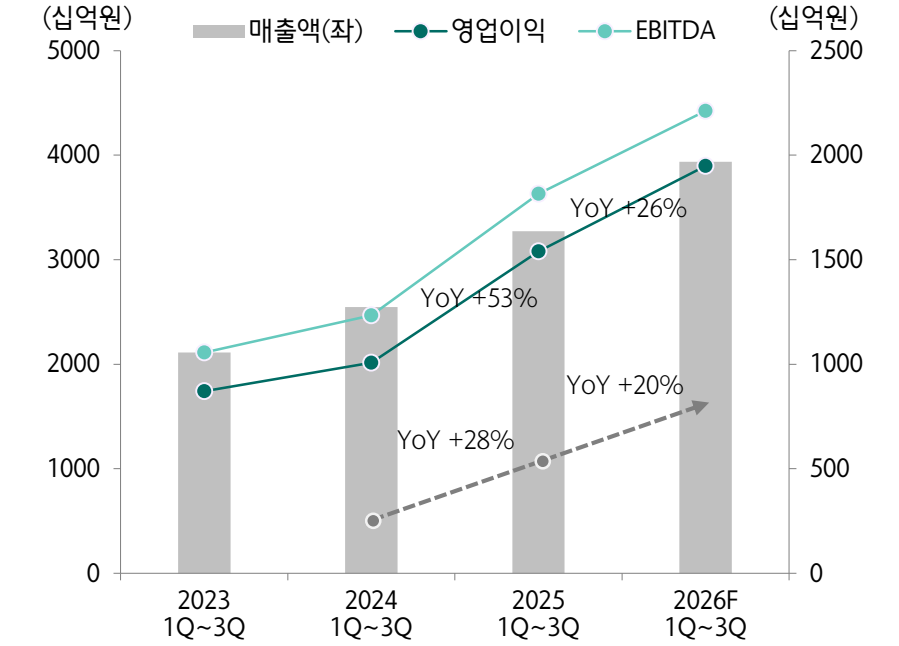
- 에피스 OPM은 25% 수준이고 마일스톤에 따라 편차가 심한 편이었으나, 삼성바이오로직스 별도 OPM은 45% 이상을 꾸준히 유지
- 4공장 풀 가동으로 3Q25 영업이익률 50% 초과한 바 있어, 18만 리터인 5공장 가동률이 높아짐에 따른 이익 개선 효과에 대한 기대 커짐
- 일본 고객사 확대 중(Top 10 중 4곳), 6공장 증축, 그리고 아직은 논의 중이나 미국 설비 투자 결정 이벤트(시장 확대) 발생 가능성 있음

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,547.3	5,949.4	7,251.2	8,289.6
영업이익	1,320.1	2,344.7	2,811.4	3,058.2
순이익	1,083.3	1,779.6	2,163.5	2,372.7
증감률	26.3	64.3	21.6	9.7
PER	62.35	48.83	40.17	36.63
PBR	6.19	6.85	5.85	5.05
ROE	10.45	15.09	15.72	14.80
DPS	0	0	0	0

자료: 하나증권

삼성바이오로직스 (별도)의 3분기 누적 실적

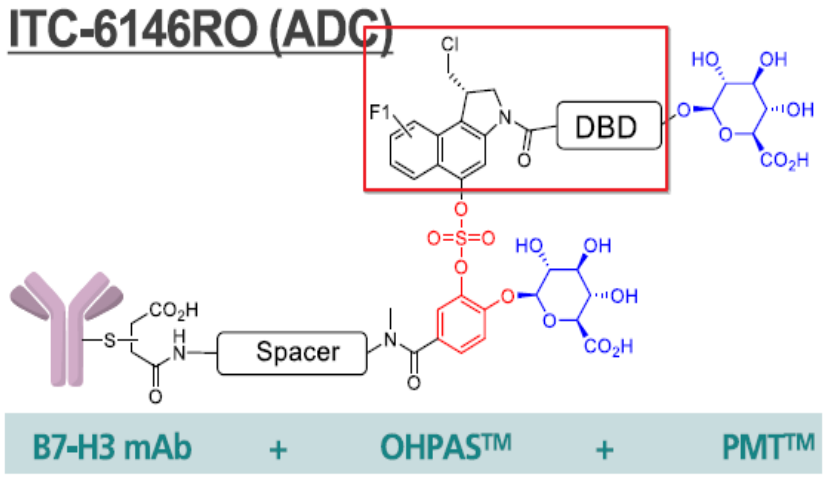


자료: 삼성바이오로직스, 하나증권

인투셀(287840) I Not Rated I CP(11월13일) 57,400원

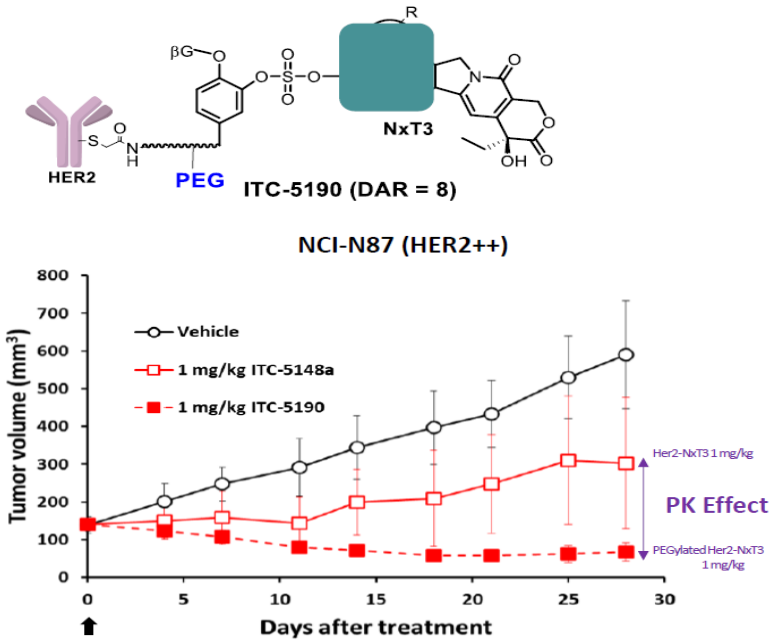
- 기술력에서 많은 주목을 받았던 OHPAS 링커를 중심으로 2025년 4월 코스닥 상장
- OHPAS 링커는 페놀기를 갖는 페이로드 물질을 쉽게 항체에 연결하고 절단할 수 있으면서, 혈중 안정성이 높은 특징을 가짐
- OHPAS 링커의 활용도를 높일 다양한 계열의 페이로드 집단과 종양세포 특이성을 높이는 기술인 PMT 플랫폼도 보유

주요 파이프라인인 ITC-6146RO(자체 개발)의 구조



주: 붉은 박스는 Duocarmycin 구조, 파란색 구조물은 beta-glucuronide, 붉은색 구조가 OHPAS linker
자료: 인투셀 IR (2025.10.15), 하나증권

PMT 플랫폼 유무에 따른 약효 차이 (위암 동물모델)



주: ITC-5148a는 PMT 기술적용 X, ITC-5190은 ITC-5148a에 PMT 기술 적용한 것
자료: 인투셀 IR (2025.10.15), 하나증권

인투셀(287840) I Not Rated I CP(11월13일) 57,400원

- 삼성바이오에피스와 '23년에 5개 타겟에 대한 공동연구개발계약을 체결하여 후보물질 도출 중
- 11월 삼성에피스홀딩스가 출범하며 연내 ADC 임상1상 진입 계획 밝혔고, 문제시 되었던 NxT3의 특허 독점권도 획득함
- 인투셀이 자체 진행하는 임상1상도 에피스와 유사한 스케줄로 진행 → 중간 결과가 '26년 하반기에 확인되는 경우 L/O 가능성 높음

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	0.1	0.0	1.6	2.9
영업이익	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
순이익	(7.3)	(8.7)	(16.8)	(9.9)
증감률	적지	적지	적지	적지
PER	0.00	0.00	0.00	0.00
PBR	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE	(37.87)	(25.46)	(77.83)	(313.44)
DPS	0	0	0	0

자료: 하나증권

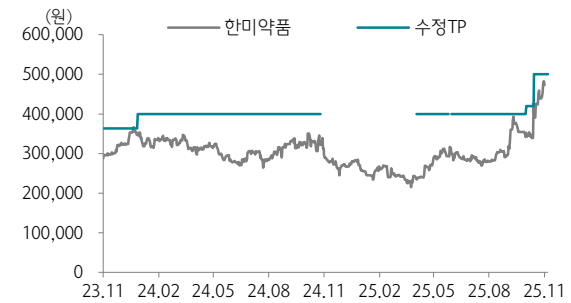
삼성바이오에피스-인투셀 ADC 공동연구개발계약 개요

계약 체결일	2023년 12월 4일
계약 기간	계약체결일로부터 3년 (+2년 연장 가능)
계약 내용	• 타겟 5개에 대해 인투셀 플랫폼 기술 적용 • 옵션 행사시 본계약 체결 (개발 독점권 설정) • 선급금, 마일스톤 등 기본적인 Term Sheet 설정되어 있음
대상 기술	OHPAS 링커, PMT 플랫폼, 신규 개발한 페이로드 집단
모멘텀	• 분할된 삼성에피스홀딩스가 밝힌 방광암 대상 ADC는 인투셀의 OHPAS 링커와 NxT3이 적용된 것일 것으로 예상 • 첫번째 파이프라인의 안전성과 효과를 확인한 후 나머지 4개 타겟에 대해서도 추가 계약이 발생할 것으로 기대 • 공동개발한 파이프라인을 글로벌 빅파마 대상으로 L/O하는 경우, 대규모 upfront와 마일스톤을 기대할 수 있을 것

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

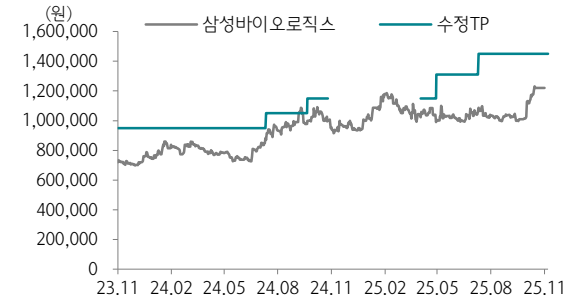
한미약품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.28	BUY	500,000		
25.10.15	BUY	420,000	-15.30%	1.90%
25.6.13	BUY	400,000	-24.33%	-1.75%
25.6.9	Not Rated	-	-	-
25.5.9	BUY	400,000	-26.51%	-22.13%
25.4.16	담당자 변경		-	-
25.1.10	1년 경과		-	-
24.1.10	BUY	400,000	-23.18%	-11.75%
23.10.6	BUY	363,019	-15.61%	0.96%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

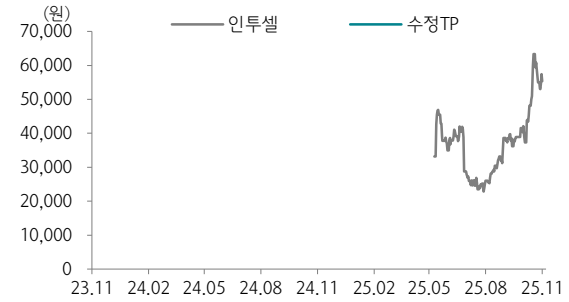
삼성바이오로직스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.24	BUY	1,450,000		
25.5.13	BUY	1,310,000	-21.56%	-16.03%
25.4.16	담당자 변경		-	-
24.10.4	BUY	1,150,000	-10.08%	3.04%
24.7.25	BUY	1,050,000	-7.83%	3.52%
23.10.5	BUY	950,000	-18.88%	-7.05%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

인투셀



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.10	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.83%	4.17%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 14일