2025. 09. 02

금융으로 만나는 새로운세상

IBKS In-Depth Report

살이 찌니 간도 크네

제약/바이오 **정 이 수 CFA**
02) 6915-5677
ysjeong306@ibks.com

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

韓 글로벌 무대에서 Best-in-Class를 노린다 3

1. 미충족 수요가 큰 MASH 치료제 시장 4

(1) MASH, 높은 위험과 유병률 상승으로 커져가는 수요 4
(2) MASH 치료제는 전 세계 단 2개, 효능은 제한적 8

2. 시장 세분화 전망, 기전별 Best-in-Class 등장 기회 13

(1) FGF21 작용제 : 중증 섬유화 개선에 강점 16
(2) GLP-1 계열 작용제: 섬유화 초기 대사질환 개선에 강점 19

3. 2026년 국내 파이프라인 R&D 모멘텀 도래 22

(1) GLP-1 하나보다 둘이 좋은 GLP-1/GCG 이중 작용제 22
(2) 차세대 기전으로 부상하는 RNA 치료제 24
(3) MASH 임상 시험 규제 변화는 긍정적 25

4. 기업분석 27

한미약품(128940): MASH에서 위고비와 정면 승부 28
디앤디파마텍(347850): MASH와 경구용 비만 치료제로 원투펀치 37
올릭스(226950): RNA간섭 플랫폼으로 차세대 MASH 치료제 개발 45

韓 글로벌 무대에서 Best-in-Class를 노린다

대사이상지방간염(Metabolic dysfunction-Associated Steatohepatitis; MASH) : 비만, 당뇨가 주요 위험인자 간 지방 축적, 염증 · 섬유화 동반 진행성 질환

지금이 MASH 치료제 시장에 주목할 시점이라 판단한다. 1) 대사질환에서 MASH는 블루오션 시장으로 부상하고 있으며, 2) 2026년 국내 기업들이 임상 성과를 통해 글로벌 시장에서 존재감을 드러낼 것으로 전망하기 때문이다. 신약 개발은 기존 치료제 대비 우수한 임상 데이터를 입증하는 게 관건인데, 현재까지 FDA 승인을 받은 MASH 치료제는 단 2개에 불과하며 효능도 제한적이다. 이는 곧 후속 파이프라인에 기회 요인으로 작용한다. 특히 2030년 새로운 치료제가 본격 등장하며 MASH 치료제 시장은 현재 10억 달러에서 364억 달러로 성장할 전망이며, 국내 기업들 역시 임상 2상 종료를 앞두고 있어 글로벌 경쟁 구도에서 뒤처지지 않는다.

1) 미충족 수요가 큰 시장 : 최초 치료제 '레즈디프라'의 낮은 효능과 높은 약가에도 처방 환자 수 11.5배 급증

MASH는 전 세계 환자 수가 약 4억 명에 달하지만, 진단율이 낮고 치료 옵션은 제한적이어서 시장 잠재력이 크다. 비만 환자 수는 10억 명으로 시장 규모는 더 크지만, MASH는 치료하지 않을 경우 간경변, 간암으로 진행될 수 있어 치료제 필요성이 더욱 절실하다. 2024년 3월 미국 바이오텍 기업인 마드리갈 파마슈티컬스의 '레즈디프라(Rezdiffra)'가 최초로 FDA 승인을 획득하며 시장이 열렸다. 레즈디프라는 낮은 효능과 높은 약가에도 불구하고 출시 1년 만에 처방 환자 수가 11.5배 급증하며, 미충족 수요가 상당히 크다는 점을 입증했다. 이어 2025년 8월, 노보 노디스크의 비만 치료제 블록버스터 '위고비(Wegovy)'가 MASH 적응증을 추가 승인받으면서, 바이오텍 기업과 빅파마가 경쟁하는 무대로 확장되고 있다.

2) 단일 약물의 시장 독점이 아닌, 시장은 기전별 세분화될 것 : Best-in-Class 가능성

비만 치료제 시장은 일라이 릴리와 노보 노디스크가 양강 구도를 형성하고 있지만, MASH는 사정이 다르다. MASH는 발병 원인이 다양하고 환자마다 병의 진행 단계도 다르기 때문에 모든 환자에게 단일 약물로 효과를 낼 수 없기 때문이다. 즉, MASH 치료제 시장은 환자군과 섬유화 진행 단계별로 여러 기전이 공존하는 시장이 될 가능성이 높다. 그 중 GLP-1 수용체와 글루카곤(Glucagon) 수용체에 동시 작용하는 이중 작용제와 간에서 생성되는 대사 조절 호르몬인 FGF21 작용제가 경쟁 우위를 보일 것으로 전망한다. 그 근거는 임상 2상 데이터를 비교한 결과 GLP-1/Glucagon 이중 작용제는 간 지방증 · 염증 등을 개선하는데 효과적이었고, FGF21 계열은 간이 딱딱하게 굳는 섬유화를 개선하는데 더 우수한 효능을 입증했기 때문이다.

3) 국내 제약/바이오 기업 중 MASH 파이프라인 R&D 모멘텀 기대되는 3개 기업 주목

글로벌 MASH 치료제 개발 경쟁에서 국내 기업들의 R&D 성과 기대되고 있어 한미약품을 Top Pick으로 추천하며, 디앤디파마텍과 올릭스를 관심 종목으로 제시한다. 한미약품과 디앤디파마텍은 GLP-1/Glucagon 수용체 이중 작용제 기반 MASH 치료제를 개발 중이다. 양사 모두 초기 효능 지표인 간 지방 감소 효과를 이미 입증했으며, 2026년 상반기 임상 2상 발표에서 염증 · 섬유화 개선 등 조직학적 효능 데이터 공개를 각각 앞두고 있다. 해당 결과는 동일 기전의 선도 약물인 베링거인겔하임의 서보듀타이드 (Survodutide)와 비교를 통해 Best-in-Class 가능성을 가늠할 중요한 분수령이 될 전망이다. 올릭스는 또다른 차세대 기전인 RNA 기반 MASH 치료제 개발 중에 있어 2025년 12월 임상 1상 종료를 예상한다.

1. 미충족 수요가 큰 MASH 치료제 시장

(1) MASH, 높은 위험과 유병률 상승으로 커져가는 수요

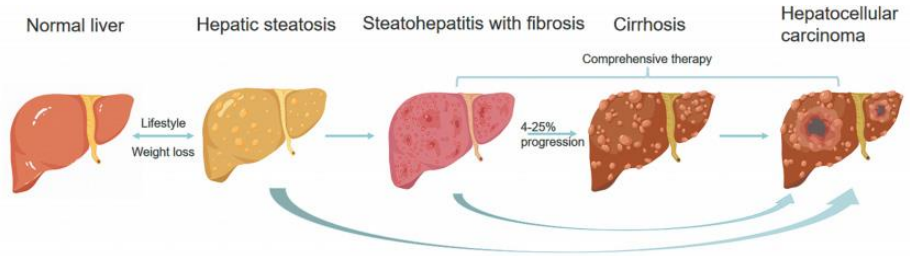
MASH는 간 내 지방 축적 이후 염증 · 섬유화 동반

MASLD(Metabolic dysfunction-Associated Steatotic Liver Disease, 대사이상지방간질환)는 술을 많이 마시지 않아도 알코올에 의한 간 손상과 유사한 경우를 말하며, 비만, 인슐린저항성, 제2형 당뇨병, 대사증후군 등에 의해 발생한다. MASLD는 간 내 중성 지방이 5% 이상 축적된 상태이며, MASH(Metabolic dysfunction-Associated Steatohepatitis, 대사이상지방간염)는 염증, 간 섬유화, 간경변을 모두 포함하는 질환이다. 통상 MASLD 환자 중 약 20%는 MASH로 진행된다.

간 섬유화는 간 내 염증이 오랫동안 지속되어 조직이 손상됨에 따라 흉터조직이 과도하게 생기는 것을 의미한다. 섬유화(Fibrosis) 단계는 F0(정상)부터 F4(대상성간경변)까지 5단계로 구분되며, F2~F3는 중등도에서 중증 단계로 분류된다.

이전에는 비알코올성 지방간질환(Non-Alcoholic Fatty Liver Disease, NAFLD), 비알코올성 지방간염(Non-Alcoholic Ateatohepatitis, NASH)으로 명칭했는데, 2024년 중반부터 대사이상과 관련성이 높다는 점을 강조하기 위해 변경되었다. 본 보고서에서는 모든 명칭을 MASLD와 MASH로 표기한다.

그림 1. 대사이상 관련 지방간 질환 진행



자료: Zhou D.(2025), IBK투자증권

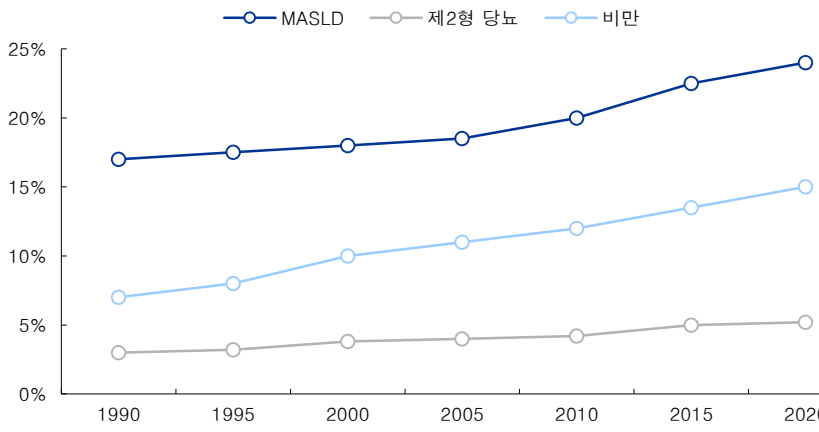
2030년 미국 MASH 환자 수 2,700만 명으로 63% 급증

MASH는 아직 미개척 분야로, 시장 잠재력이 상당히 크다. Hepatology에 기재된 논문에 따르면, 미국 내 MASH 환자 수는 2015년 1,650만 명에서 2030년 2,700만 명으로 약 63% 증가할 전망이다. 이 중 적극적인 치료가 필요한 중등도~대상성 간경변(F2~F4) 환자만 1,410만 명으로, 2025년 2분기 기준 실제 치료제를 투여 받은 F2/F3 환자는 2만 3,000명에 불과하다. 이는 치료 접근성이 턱없이 부족하다는 점을 보여주며, 향후 치료제 필요성은 더욱 커질 수밖에 없다. 해당 데이터를 기반으로 2030년 미국 MASH 치료제 시장 규모는 약 364억 달러(한화 약 47조 원)로 성장할 것으로 예상한다. 더 나아가, 전 세계 MASH 환자 수는 약 4억 4,000만 명으로 추산되어 글로벌 시장 잠재력은 훨씬 더 클 것으로 전망한다.

비만 · 당뇨가 MASLD의 주요 위험인자

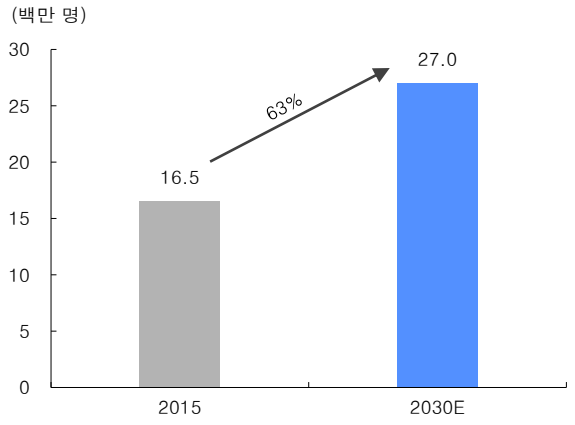
MASH의 유병률 상승은 비만과 제2형 당뇨병 확산과 관련이 높다. 실제 미국 사례에서도 비만 · 제2형 당뇨병 유병률이 높아질수록 MASLD 유병률이 동반 상승하는 흐름이 확인된다. 대한간학회지에 기재된 메타분석 결과, 과체중 · 비만 인구에서 MASH 유병률은 34%였으며, 제2형 당뇨병 환자군에서는 MASH 유병률은 66%에 달하며, 높은 상관관계를 보여준다.

그림 2. 미국 내 MASLD, 당뇨, 비만 유병률 추이(1990-2020)



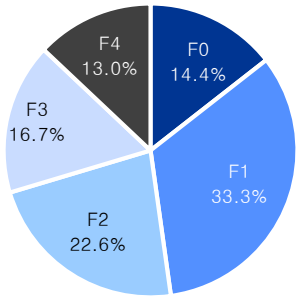
자료: Clin Mol Hepatol. 2025;31(Suppl):S32-S50. IBK투자증권

그림 3. 미국 MASH 환자 수 추정치



자료: Estes, et al. Hepatology 2018, IBK투자증권

그림 4. MASH 환자 내 섬유화 단계별 차지하는 비율 추정치



자료: Estes, et al. Hepatology 2018, IBK투자증권

표 1. 2030년 섬유화 단계별 시장 규모 추정

섬유화 단계	F0	F1	F2	F3	F4	F2-F4 합산
2030년 미국 내 예상 환자 수*	3,900,000	9,000,000	6,100,000	4,500,000	3,500,000	**14,100,000**
진단 환자 수	1,170,000	2,700,000	2,135,000	1,575,000	1,400,000	**5,110,000**
진단비율 가정**	30%	30%	35%	35%	40%	
약물 치료 환자수	468,000	1,350,000	1,281,000	945,000	980,000	**3,206,000**
약물 치료비율 가정**	40%	50%	60%	60%	70%	
미국 시장 규모	$5,307M	$15,309M	$14,527M	$10,716M	$11,113M	**$36,356M**

자료: *Estes, et al. Hepatology 2018, **IBK투자증권 가정
주: 시장 규모 추정 시, 약가는 Wegovy 미국 연간 약가의 30% 할인하여 적용

그대로 방치하면 간경변, 간부전, 간세포암종으로 진행

MASH 치료제가 중요한 이유는 그대로 방치할 경우 간경변증(Cirrhosis), 간부전(Liver Failure), 간세포암종(Hepatocellular Carcinoma)으로 진행될 수 있고, 이 과정에서 심혈관 질환과 간외암 위험까지 높아져 사망 위험이 증가하기 때문이다. 특히 간 섬유화가 진행될수록 사망위험은 급격히 커진다. MASLD 환자 17,301명을 분석한 대규모 연구에 따르면, 간 질환 관련 사망 위험은 F0(정상)와 비교해 F2는 4.07배, F3 7.59배, F4 15.1배로 증가한 것을 확인했다. 특히 F3 환자의 약 22%는 2년 내 간경변으로 악화되는 것으로 나타나 적절한 시기의 치료가 필수적임을 보여준다.

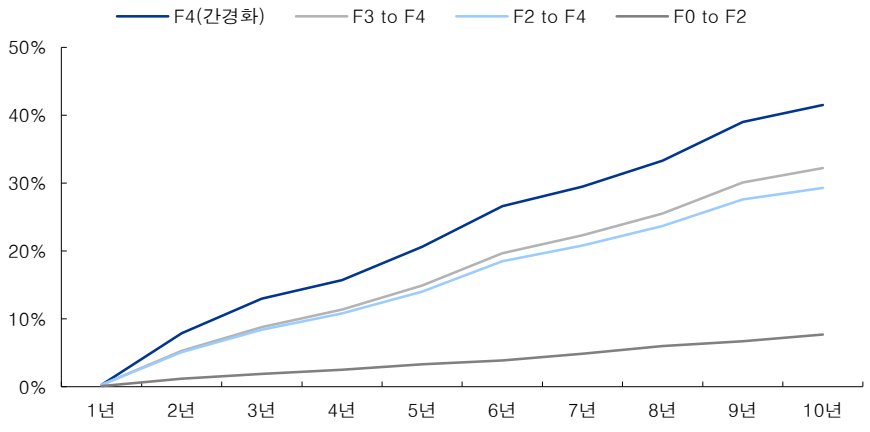
결론적으로, 높은 유병률과 치명적인 예후로 인해 MASH 치료제 시장 또한 구조적 성장세를 이어갈 수밖에 없다.

표 2. 간 섬유화 단계별 전체 및 간 관련 사망률 위험비

섬유화 단계	위험비(HR)	95% CI	P-value
전체 사망률			
F1 vs F0	1.24	0.85-1.81	0.27
F2 vs F0	1.46	1.08-1.98	0.01
F3 vs F0	1.96	1.41-2.72	<0.01
F4 vs F0	3.66	2.65-5.05	<0.01
간 관련 사망률			
F1 vs F0	1.69	0.56-5.14	0.35
F2 vs F0	4.07	1.44-11.5	<0.01
F3 vs F0	7.59	2.80-20.5	<0.01
F4 vs F0	15.1	5.27-43.4	<0.01

자료: Clinical Gastroenterology and Hepatology 2023;21:931-939, IBK투자증권

그림 5. 간 섬유화 단계별 누적 사망률



자료: Clinical Gastroenterology and Hepatology 2023;21:931-939, IBK투자증권

(2) MASH 치료제는 전 세계 단 2개, 효능은 제한적

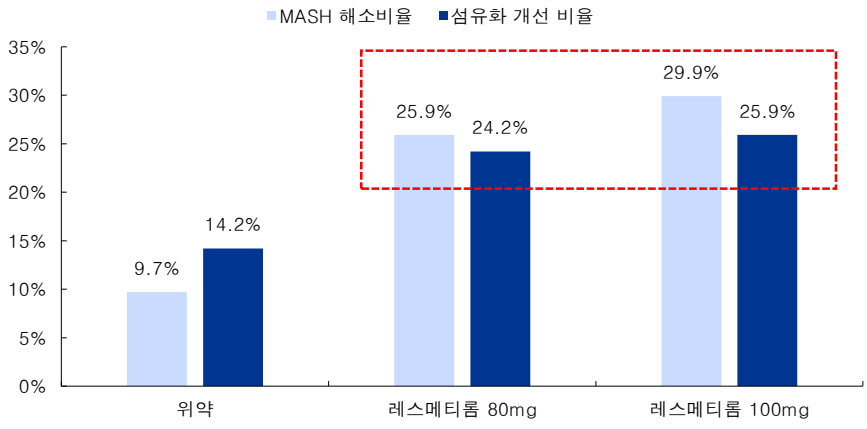
최초의 치료제
'레즈디프라', 상업화 성공

2024년 3월 14일, 마드리갈 파마슈티컬스(Madrigal Pharmaceuticals)의 레즈디프라(성분명: Resmetirom, 레스메디롬)는 FDA로부터 F2/F3(중등도~중증 섬유화 단계) MASH 적응증으로 최초 승인되며 시장을 열었다.

F2/F3 MASH 환자 임상 3상(MAESTRO) 결과, 52주차 1) MASH 해소 비율은 80mg 25.9%, 100mg 29.9%로 위약군(9.7%)대비 높았으며, 2) 섬유화 개선을 보인 환자 비율은 80mg 24.2%, 100mg 25.9%로 위약군 수치 14.2%와 비교해 통계적으로 유의한 결과를 도출했다($p<0.001$). 가장 흔한 부작용으로는 설사와 메스꺼움이었으며, 심각한 부작용(SAE) 발생률은 레즈디프라 80mg 10.9%, 100mg 12.7%, 위약군 11.5%로 시험군 전체에서 유사했다.

1) MASH 해소 비율: 25~30%
2) 섬유화 개선 비율: 24~26%

그림 6. 레즈디프라 MAESTRO 임상 3상(F2-F3 MASH) 결과



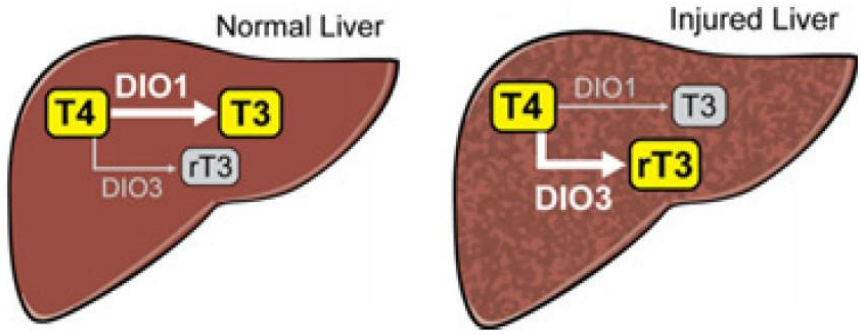
자료: Harrion S.A.(2024), IBK투자증권

레즈디프라의 작용 기전은 갑상선 호르몬 수용체 베타 작용제

레즈디프라의 작용 기전은 THR-β(갑상선 호르몬 수용체 베타) 선택적 작용제다. 갑상선 호르몬은 간세포 내 미토콘드리아 기능을 회복시키고 지방산 산화를 촉진한다. 즉, 레즈디프라는 간 내 THR- β에 결합하여 갑상선 호르몬 활성화를 통해 간 지방을 줄이고 염증 · 섬유화를 개선하는 것을 목표로 한다.

건강한 간에서는 디아이오디나제 1형(DIO1)이 비활성 갑상선호르몬 T4를 활성형 T3로 전환해 대사 조절을 돕는다. 그러나 MASH 환자에서는 DIO1 발현이 감소하고 DIO3 발현이 증가해 T4가 비활성형 rT3로 전환된다. 이로 인해 간의 THR-β 기능이 저하되고 미토콘드리아 기능이 손상되며, 지방산 β-산화가 감소해 지방 축적과 섬유화 진행이 발생한다.

그림 7. 정상 간과 손상된 간의 갑상선 호르몬 수용체 변화 비교



자료: 한국보건산업진흥원, IBK투자증권

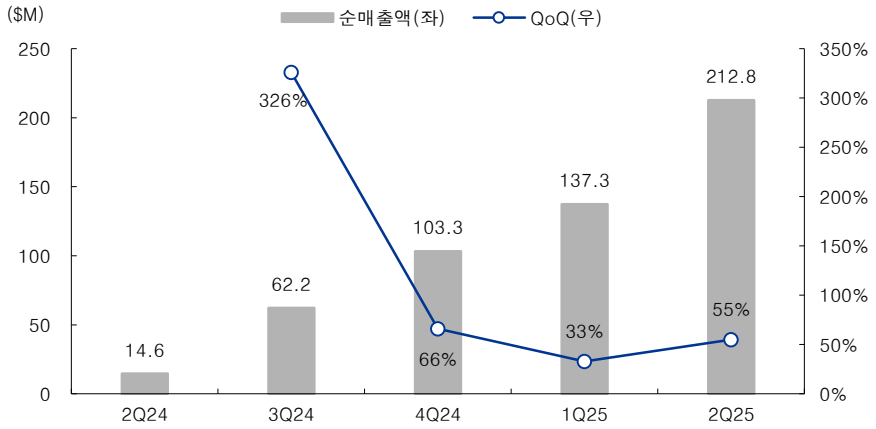
레즈디프라 1년 만에 처방 환자 수 11.5배 증가

레즈디프라는 20~30% 수준의 효능과 연간 4만 7,400달러(한화 약 6,200만 원)의 높은 약가에도 상업화에 성공해 MASH 시장의 미충족 수요가 상당히 크다는 점을 입증했다. 2024년 4월 9일 미국 출시 이후 누적 5개 분기 매출은 5억 3,020만 달러(한화 약 7,200억 원)를 기록했고, 처방 환자 수는 1년 만에 2만 3,000명으로 11.5배 증가했다. 특히 2024년 3분기 매출이 시장 기대치를 약 81% 상회하며 시가총액은 실적 발표 전날 47억 달러에서 일주일 만에 77억 달러(+30억 달러)로 급증했다.

F2/F3 MASH 미국 잠재 시장 약 20조 원, 마드리갈의 침투율은 7%

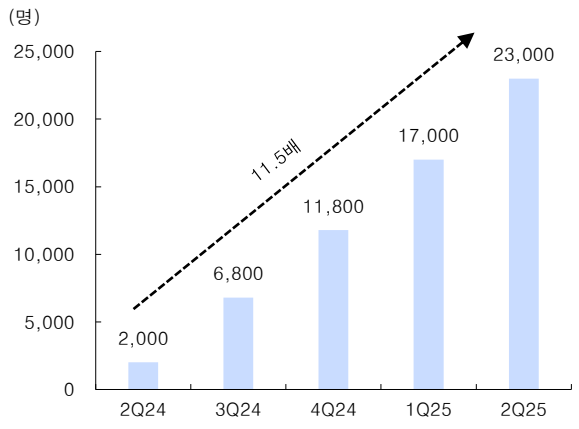
그럼에도 마드리갈이 타깃하는 미국 환자 수는 31만 5,000명, 시장 규모는 약 149억 달러로 추정되며, 현재 시장 침투율은 7%에 불과해 향후 성장 여력이 매우 크다. 단일 신약만으로도 마드리갈의 시가총액은 97억 달러(2025년 8월 28일 기준)에 달해 MASH 치료제의 신약가치는 10조 원을 상회하는 수준으로 평가 받고 있다. 이처럼 성장 잠재력이 큰 시장이기 때문에 MASH 치료제 개발 경쟁은 더욱 치열해지고 있다.

그림 8. 레즈디프라의 미국 순매출액 분기별 추이



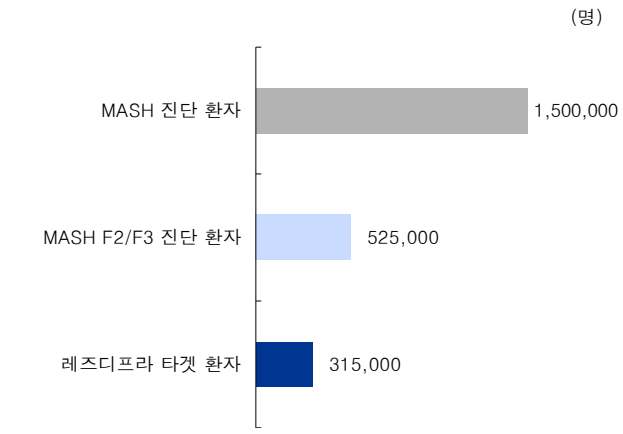
자료: Madrigal Pharmaceuticals, IBK투자증권

그림 9. 레즈디프라 처방 환자 수 분기별 추이



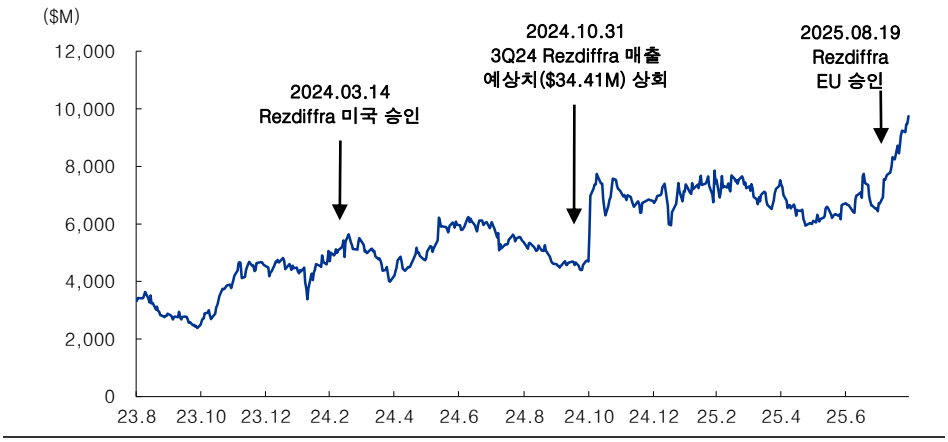
자료: Madrigal Pharmaceuticals, IBK투자증권

그림 10. 레즈디프라의 타겟 환자 수



자료: Madrigal Pharmaceuticals, IBK투자증권

그림 11. 마드리갈 파마슈티컬스 시가총액 추이(2년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

GLP-1 작용제, 위고비의 F2/F3 MASH 추가 적응증 승인

2025년 8월 15일, 노보 노디스크의 비만 치료제 위고비(Semaglutide 2.4mg)가 미국 FDA로부터 F2/F3 MASH에 대한 추가 적응증 승인을 획득했다. 이로써 마드리갈의 레즈디프라가 독점하던 MASH 치료제 시장 구도의 변화를 예상한다. 이번 가속 승인은 임상 3상 Part 1 결과를 근거로 이루어졌으며, 72주차 섬유화 개선 비율 36.8%(위약 22.4%), MASH 해소비율은 62.9%(위약 34.3%)를 기록하며 통계적으로 유의한 효과를 입증했다(p<0.001). 위고비는 이미 비만과 당뇨 치료에서 장기간 처방되며 안전성과 효능이 검증된 약물이다. 따라서 섬유화는 경미하지만 비만·당뇨를 동반한 MASH 환자를 중심으로 위고비가 빠르게 시장 점유율을 확대할 것으로 전망한다.

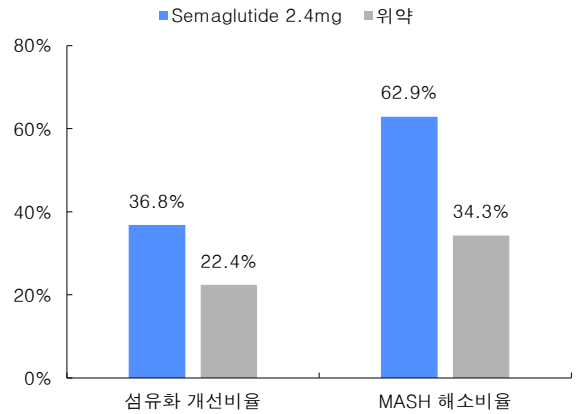
체중 감소는 MASH 개선에 기여

GLP-1은 췌장에서 인슐린 분비를 증가시키고 글루카곤 분비는 억제해 혈당을 낮추는 역할을 한다. 또한 위에서 음식물의 통과를 지연시키고 식욕 억제를 통해 체중 감소에 기여한다. Metabolism 리뷰 논문에 따르면, 체중을 5~7% 줄이며 간 내 지방이 감소하기 시작하고 7~10% 감량 시 MASH 개선 가능성이 높아진다. 위고비는 MASH 환자군 체중을 평균 10.5% 감소시켜, GLP-1 작용제의 대사질환 개선이 간질환 개선으로 이어질 수 있음을 확인시켰다.

장기 임상 3상 데이터는 2029년 발표 예상

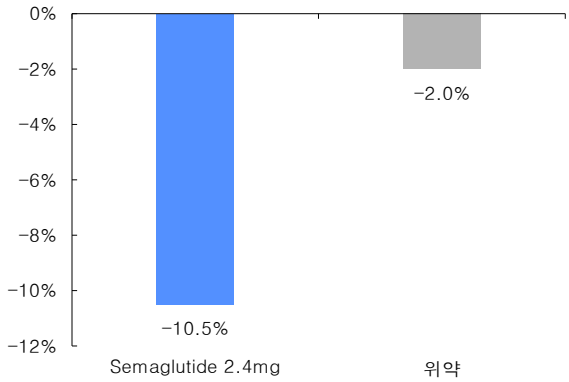
현재 진행 중인 임상 3상 Part 2는 240주(4년 7개월) 장기 연구로, 노보 노디스크는 2029년 데이터 발표를 계획하고 있다. 해당 연구의 주요 평가지표는 무(無)간경변 진행 생존율(Cirrhosis-Free Survival)로, 향후 장기간 섬유화 악화가 억제되는 효과를 확인할 수 있다.

그림 12. F2/F3 MASH 임상 3상 Part 1 데이터



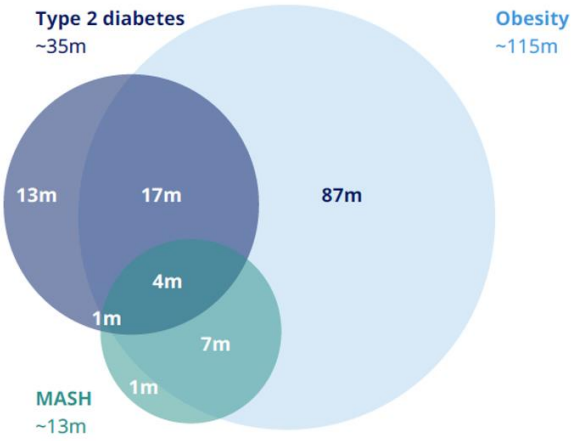
자료: N Engl J Med 2025;392:2089-2099, IBK투자증권

그림 13. F2/F3 MASH 임상 3상 Part 1 체중 변화 데이터



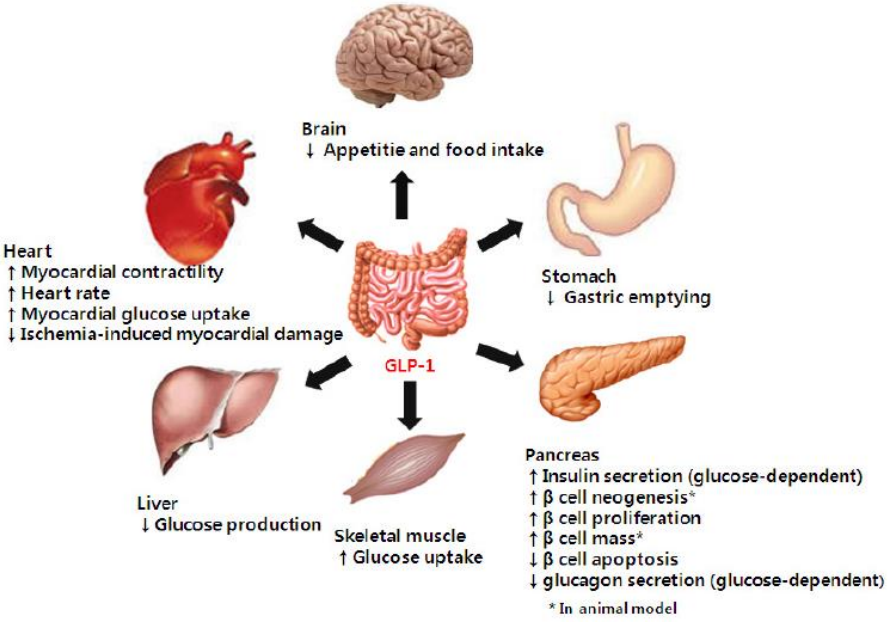
자료: N Engl J Med 2025;392:2089-2099, IBK투자증권

그림 14. 위고비의 적응증 확장으로 타깃 시장도 확대



자료: Novo Nordisk, IBK투자증권

그림 15. GLP-1의 다중 작용



자료: 대한내과학회지 제 87권 제 1호 2014, IBK투자증권

2. 시장 세분화 전망, 기전별 Best-in-Class 등장 기회

경쟁 약물 임상 3상 단계에 진입 & F4 환자 대상 치료제는 전무

현재 2개의 MASH 치료제가 허가를 받았지만, 앞으로 공개될 다양한 파이프라인의 임상 데이터에 주목할 필요가 있다. 그 이유는 1) 기존 치료제만으로는 치료 효과가 제한적이고, 2) F4(대상성 간경변) 환자를 위한 치료제가 아직 없기 때문이다.

다양한 작용 기전 기반으로 개발 중

이러한 상황에서, 글로벌 제약사들은 다양한 작용기전을 기반으로 차세대 파이프라인 개발에 나서고 있다. 현재 개발 중인 주요 작용기전은 ▲ FGF21 작용제 ▲ GLP-1 계열 인크레틴 호르몬 작용제 ▲ THR-β 작용제 ▲ Pan-PPAR 작용제 등이다.

임상 2상 데이터 결과, FGF21 작용제 섬유화 개선에, 인크레틴 계열은 MASH 해소에 우위

후기 임상 단계에 있는 주요 MASH 파이프라인의 임상 데이터를 위약 조정비율로 비교해본 결과, 각 기전별 강점이 뚜렷하게 나타났다. 특히 FGF21 작용제와 GLP-1/Glucagon 이중 작용제가 Best-in-Class 치료제로 발전할 가능성이 높은 것으로 판단한다. F2/F3 MASH 환자 대상 임상 2상 결과, FGF21 작용제인 아케로 테라퓨틱스(Akero Therapeutics)의 에프룩시퍼민(Efruxifermin)은 96주차에 섬유화 개선비율 51.5%로 가장 높은 수치를 보였으며, GLP-1/Glucagon 이중 작용제인 베링거인겔하임(Boehringer Ingelheim)의 서보듀타이드(Survodutide)는 48주차에 MASH 해소비율 51.5%로 우수한 결과를 기록했다. 두 약물 모두 기존 치료제 대비 약 1.8~2배 높은 효능을 입증해, 향후 대체 가능성이 높을 것으로 전망한다.

초기 단계에서는 간 내 지방 감소와 염증 개선, 중증 단계에서는 섬유화 개선에 중점

한편, MASH는 섬유화 단계와 동반 질환 여부에 따라 맞춤형 치료가 필요하기 때문에 향후에 시장은 환자별 세분화될 것으로 전망한다. 초기 단계(MASLD 또는 F0~F1)에서는 섬유화 진행은 상대적으로 경미해 간 내 지방 감소와 염증 개선이 주요 치료 목표다. 이 단계에서는 인크레틴 계열 치료제가 주요 처방 옵션으로 자리잡을 가능성이 크다고 본다. 반면, 섬유화가 중증으로 진행된 F3~F4 환자군에서는 섬유화 개선과 억제가 우선적으로 필요해 FGF21 작용제가 주요 약물로 부상할 전망이다.

환자군별 세분화된 치료제 시장 형성 전망

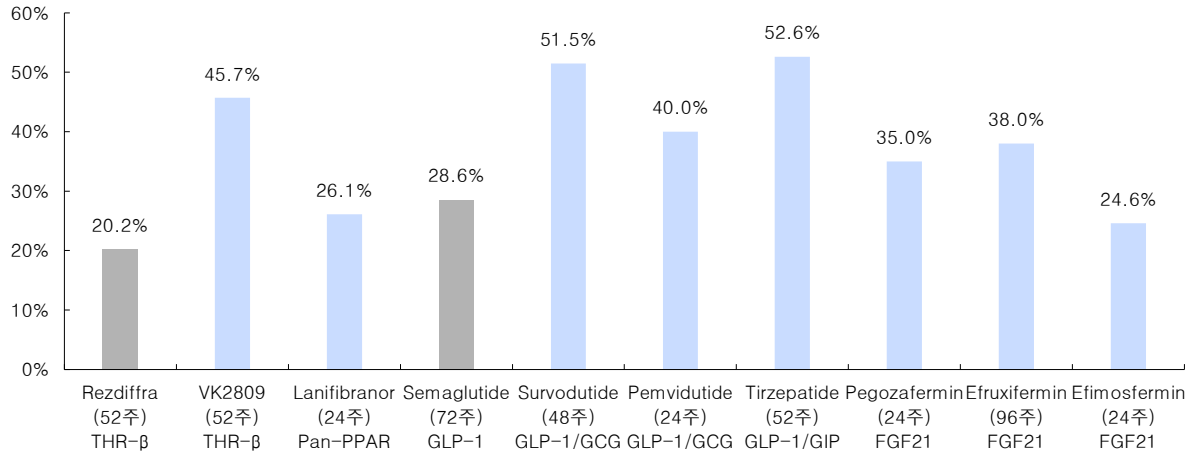
따라서, 임상 데이터를 기반으로 각 파이프라인이 상용화 이후 어떤 환자군에서 경쟁 우위를 확보할 수 있을지 보여주는 지표로 해석할 수 있다. 기전별 효능 특성이 뚜렷한 만큼, 향후 시장은 단일 약물이 전 영역을 차지하기보다 환자군과 섬유화 진행 단계별로 여러 기전이 공존하는 시장이 될 가능성이 높다.

표 3. 후기 임상 단계에 있는 주요 MASH 치료제 후보물질

작용기전	THR-β		Pan-PPAR	GLP-1	GLP-1/GCG		GLP-1/GIP	FGF21		
개발사	Madrigal	Viking	Inventiva	Novo Nordisk	Boehringer Ingelheim	Altimmune	Eli Lilly	89bio	Akero	GSK
물질명	Rezdiffra	VK2809	Lanifibranor	Semaglutide	Survodutide	Pemvidutide	Tirzepatide	Pegozafermin	Efruxifermin	Efimosfermin alfa
투여주기 (방식)	1일 1회 (경구)	1일 1회 (경구)	1일 1회 (경구)	주 1회 (SC)	주 1회 (SC)	주 1회 (SC)	주 1회 (SC)	주 1회 (SC)	주 1회 (SC)	월 1회 (SC)
단계	FDA 허가	2상 종료	3상 진행	FDA 가속승인	3상 진행	2상 종료	2상 종료	3상 진행	3상 진행	2상 종료

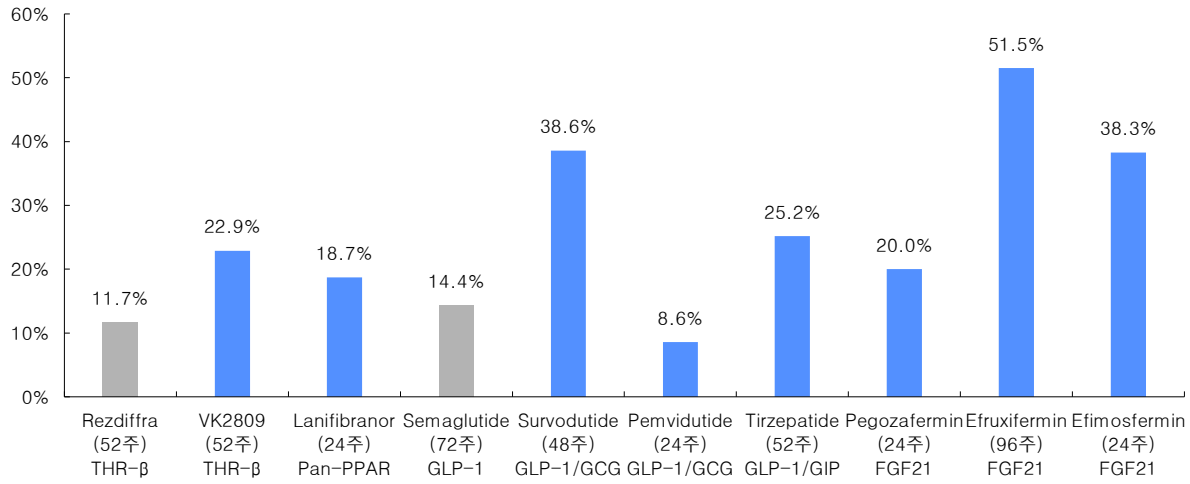
자료: 각 사, IBK투자증권
주: SC=Subcutaneous injection(피하주사 제형)

그림 16. F2/F3 MASH 환자 대상 MASH 해소 비율 (위약 조정) (Indirect cross-trial comparison)



자료: 각 사, Clinicaltrials.gov, IBK투자증권
주1: 물질명, 임상 기간, 작용 기전 순으로 나열되어 있음
주2: 임상 결과는 여러 용량 중 가장 높은 수치를 기재했으며, Rezdiffra와 Semaglutide는 임상 3상 결과, 그 외는 모두 임상 2상 결과임

그림 17. F2/F3 MASH 환자 대상 섬유화 개선 비율 (위약 조정) (Indirect cross-trial comparison)



자료: 각 사, Clinicaltrials.gov, IBK투자증권
주1: 물질명, 임상 기간, 작용 기전 순으로 나열되어 있음
주2: 임상 결과는 여러 용량 중 가장 높은 수치를 기재했으며, Rezdiffra와 Semaglutide는 임상 3상 결과, 그 외는 모두 임상 2상 결과임

표 4. 섬유화 단계별 여러 기전이 공존하는 시장이 형성될 전망

섬유화 단계	F0	F1	F2	F3	F4 (대상성)
주요 치료 목적	심혈관 · 대사질환 개선 중심		섬유화 개선 중심		섬유화 억제 및 합병증 예방
예상 치료 기전	인크레틴 계열 작용제				
			THR-β 작용제		
			FGF21 작용제		
FDA 승인 치료제			Rezdiffra (THR-β 작용제)		
			Wegovy (GLP-1 작용제)		

자료: IBK투자증권
주: 환자별 다중 작용 기전으로 병용 요법도 가능할 것으로 전망

(1) FGF21 작용제 : 중증 섬유화 개선에 강점

주요 3개의 후보물질, 모두 SC제형으로 개발 중

현재 개발 중인 주요 FGF21 작용제 파이프라인은 GSK의 에피모스퍼민(Efimosfermin Alfa), 아케로의 에프룩시퍼민(Efruxifermin), 89바이오의 페고자페르민(Pegozafermin)이 있으며, 모두 피하주사(SC, Subcutaneous Injection) 제형으로 개발되고 있다. 이 중 GSK의 에피모스퍼민과 아케로의 에프룩시퍼민에 주목한다.

섬유아세포 성장인자 계열 호르몬, 세포를 보호하는 방어 기전으로 작용

FGF21은 섬유아세포 성장인자(Fibroblast Growth Factor) 계열 호르몬으로, 간 · 지방 · 근육 · 췌장 등 주요 대사 조직에서 발현된다. 특히 신체가 스트레스 상황에 놓였을 때 FGF21은 세포를 보호하는 방어 기전으로 작용하며, 에너지 대사를 개선하고 세포 손상을 억제하며 단백질 항상성을 유지하는 기능을 수행한다.

GSK의 에피모스퍼민은 월 1회 투여 제형

2025년 5월, GSK는 보스턴 파마슈티컬스(Boston Pharmaceuticals)로부터 에피모스퍼민을 총 20억 달러(선급금 12억 달러, 최대 마일스톤 8억 달러) 규모에 인수하며 MASH 치료제 시장 진입을 본격화했다. 에피모스퍼민은 월 1회 투여가 가능한 제형으로, 주 1회 투여가 일반적인 기존 MASH 후보물질 대비 투약 편의성이 높다. 보스턴 파마슈티컬스가 발표한 임상 2상 결과, 에피모스퍼민은 24주차에 MASH 해소비율 45.2%(위약 20.6%), 섬유화 개선비율 67.7%(위약 29.4%)을 기록하며 짧은 치료 기간에도 유의미한 섬유화 개선 효과를 입증했다.

GSK의 기존 파이프라인 siRNA 기반 MASH 치료제 병용 개발 가능성 존재

GSK는 2025년 말 에피모스퍼민 임상 3상에 진입할 계획이며, MASH 적응증 외에도 알코올성 간질환(ALD: Alcoholic Liver Disease) 적응증으로 확대 개발할 계획이다. 또한 현재 임상 2상 단계에 있는 GSK990(코드명: GSK4532990)과 병용 개발 가능성도 고려하고 있어 다중 기전으로 폭 넓은 환자를 타깃할 것으로 전망한다. GSK990은 HSD17B13을 표적하는 siRNA 치료제로, 2021년 11월 GSK가 애로우헤드 파마슈티컬스(Arrowhead Pharmaceuticals)로부터 총 10억 달러(선급금 1.2억 달러, 최대 마일스톤 9.1억 달러)에 도입한 파이프라인이다.

표 5. F2/F3 MASH 환자 대상 FGF21 작용제의 임상 데이터(Indirect cross-trial comparison)

회사명		Akero						89bio				GSK	
물질명		Efruxifermin						Pegozafermin				Efimosfermin alfa	
임상 단계 (NCT number)		2b상 (NCT04767529)						2b상 (NCT04929483)				2상 (NCT04880031)	
치료 기간		24주			96주			24주				24주	
용량		위약 QW	28mg QW	50mg QW	위약 QW	28mg QW	50mg QW	위약 QW	15mg QW	30mg QW	44mg Q2W	위약 Q4W	300mg Q4W
환자 수(명)		43	42	43	43	42	43	71	21	73	57	34	31
MASH 해소비율	절대 수치	14.6%	47.4%	76.5%	23.5%	61.5%	57.1%	2.0%	37.0%	23.0%	26.0%	20.6%	45.2%
	위약 조정		32.8%	61.9%		38.0%	33.6%		35.0%	21.0%	24.0%		24.6%
	P-Value		*0.002*	*<0.001*		*0.002*	*0.006*		*<0.0001*	*0.0009*	*0.0005*		*0.038*
섬유화 개선비율	절대 수치	19.5%	39.5%	41.2%	23.5%	46.2%	75.0%	7.0%	22.0%	26.0%	27.0%	29.4%	67.7%
	위약 조정		20.0%	21.7%		22.7%	51.5%		15.0%	19.0%	20.0%		38.3%
	P-Value		*0.025*	*0.036*		*0.07*	*<0.001*		*0.1*	*0.008*	*0.008*		*0.002*

자료:Clinicaltrials.gov, 각 사, AASLD, IBK투자증권
주: QW=once weekly(주 1회 투여), Q2W=once every 2 weeks(2주 1회 투여), Q4W=once every 4 weeks(4주 1회 투여)

아케로의 에프룩시퍼민, F4 단계에서 최초로 섬유화 개선 효과 입증

아케로의 에프룩시퍼민은 F4(대상성 간경변) 환자 대상 최초로 긍정적 임상 결과를 발표하며 시장의 주목을 받고 있다. F4 환자 대상 임상 2b상에서 96주차 결과, MASH 악화 없이 섬유화 1단계 이상 개선된 비율은 28mg 29.0%, 50mg 39.0%로 위약군 15.0% 대비 유의미하게 개선을 보였다($p<0.01$). 또한, MASH 해소 비율은 각각 59.0%와 55.0%로 위약군 18.0%를 크게 상회했다($p<0.001$). 이러한 성과는 과거 길리어드의 ASK-1 억제제 Selonsertib이 F4 환자 대상 임상 3상에서 실패한 전례를 고려할 때 더욱 고무적인 결과로 평가한다.

F4 환자군 긍정적 결과 발표로 주가는 급등

2025년 1월 27일, F4 환자군의 Top-line 결과 발표 직후 아케로의 주가는 하루 만에 119% 급등하며 시가총액이 약 17억 달러(한화 약 2.5조원) 증가했다. 이는 F4 치료제의 신약 가치가 그만큼 높다는 점을 보여준다. 현재 아케로는 MASH 환자를 대상으로 두 건의 임상 3상을 진행 중이다. 하나는 F2/F3 환자군을 대상으로 2032년 종료 예정이며, 다른 하나는 F4(간경변) 환자군을 대상으로 2029년 종료될 예정이다.

표 6. Efruxifermin의 간경화(F4) 환자 대상 임상 2b상 임상 데이터

약물명		Efruxifermin					
임상		P2b (NCT05039450), Completers Analysis					
치료 기간		36주			96주		
용량		위약 QW	28mg QW	50mg QW	위약 QW	28mg QW	50mg QW
환자 수(명)		57	46	51	47	41	46
MASH 해소 비율	절대 수치				18.0%	59.0%	55.0%
	위약 조정					41.0%	37.0%
	P-Value					*<0.001*	*<0.01*
섬유화 개선 비율	절대 수치	14.0%	22.0%	24.0%	15.0%	29.0%	39.0%
	위약 조정		8.0%	10.0%		14.0%	24.0%
	P-Value						*<0.01*

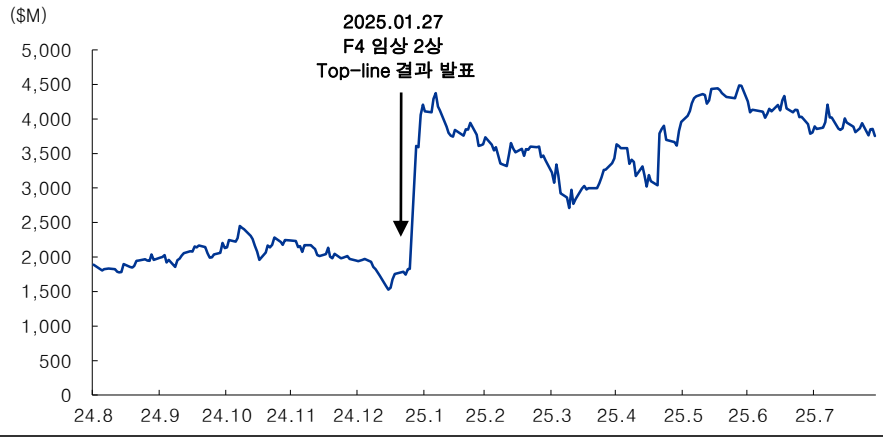
자료: Akero Therapeutics, IBK투자증권
주: QW=once weekly(주 1회 투여)

표 7. Efruxifermin의 간경화(F4) 환자 대상 임상 2b상 안전성 데이터

용량	위약	28mg	50mg
환자 수(명)	61	57	63
심각한 부작용(SAE) 발생	18%	26%	24%
이상반응으로 인한 임상 중단 비율	3%	11%	17%
36주 전	3%	9%	14%
36주~96주	0	2%	3%
약물 관련 흔한 이상반응(15% 이상)	**위약**	**28mg**	**50mg**
설사	16%	19%	30%
메스꺼움	13%	19%	29%
식욕 증가	5%	12%	29%
주사 부위 홍반	8%	18%	22%

자료: Akero Therapeutics IBK투자증권

그림 18. 아케로 테라퓨틱스 시가총액 차트(1년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

(2) GLP-1 계열 작용제: 섬유화 초기 대사질환 개선에 강점

후속 파이프라인의 대세는 다중 작용제

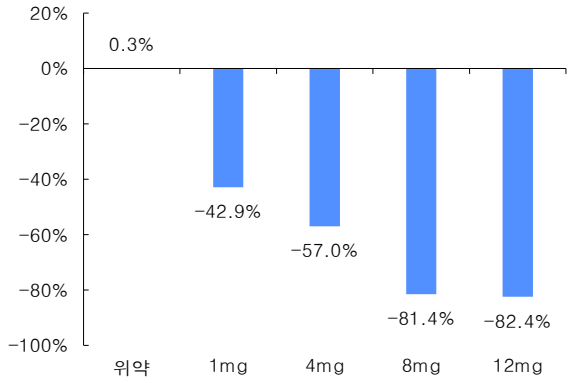
노보 노디스크의 GLP-1 위고비가 MASH 치료제로 승인되며, 다른 인크레틴 계열 작용제들도 개발에 속도를 내고 있다. 위고비는 GLP-1 하나의 수용체만 표적으로 하는 반면, 다른 파이프라인은 GLP-1/GIP, GLP-1/Glucagon, GLP-1/GIP/Glucagon 등 이중 · 삼중 기전을 활용해 치료 효과를 높이고자 한다.

일라이 릴리, 올해 연말 MASH/MASLD 임상 3상 진입 예정

일라이 릴리도 노보 노디스크와 마찬가지로 기존 비만 치료제를 MASH 적응증으로 확장하고 있다. GLP-1/GIP 작용제 터제파타이드(Tirzepatide)는 F2/F3 MASH 환자 임상 2상에서 52주차에 15mg군에서 MASH 해소 비율은 62.4%(위약 9.8%), 섬유화 개선 비율 51.0%(위약 29.7%)를 달성했다.

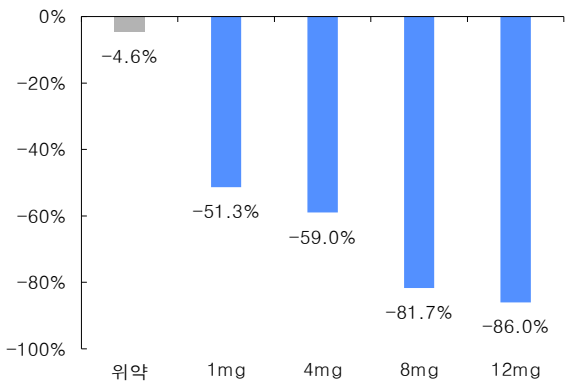
또한 GLP-1/GIP/GCG 작용제인 레타트루타이드(Retartrutide)는 MASLD 환자 대상 임상 2상 결과, 24주차 고용량(12mg)에서 간 내 지방함량이 82.4% 감소하며 위약(0.3% 증가) 대비 높은 효능을 입증했다($p<0.001$). 일라이 릴리는 올해 연말 터제파타이드와 레타트루타이드의 MASH/MASLD 환자 대상 임상 3상을 개시할 예정이다.

그림 19. MASLD 2a상 레타트루타이드 지방간 변화(24주)



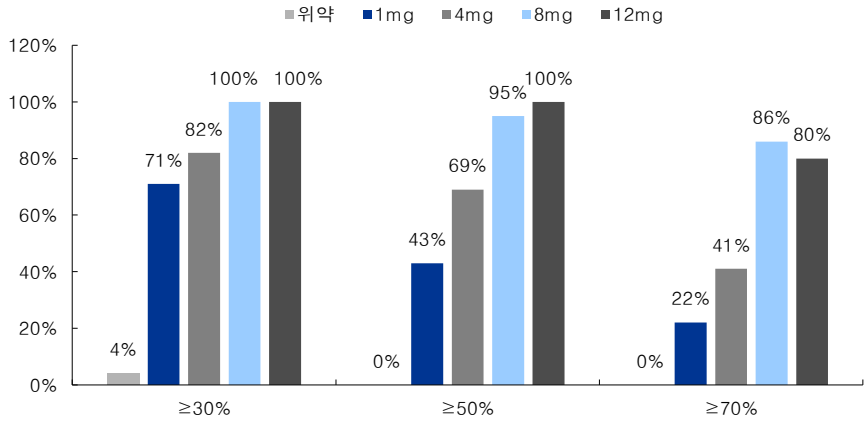
자료: Nature Medicine volume 30, pages2037-2048 (2024), IBK투자증권

그림 20. MASLD 2a상 레타트루타이드 지방간 변화(48주)



자료: Nature Medicine volume 30, pages2037-2048 (2024), IBK투자증권

그림 21. MASLD 2a상 레타트루타이드 지방간 감소 환자 비율(24주)



자료: Nature Medicine volume 30, pages2037-2048 (2024), IBK투자증권

GLP-1/GCG 이중 작용제에 주목

인크레틴 계열 중 GLP-1/Glucagon 이중 작용제의 상업화 잠재력이 가장 높을 것으로 기대한다. 그 이유는 GLP-1 작용제가 제공하는 혈당 조절, 식욕 억제, 체중 감소 등 간 외(外) 효과에 더해, Glucagon 수용체 작용을 통한 간 내 직접적인 효과(에너지 소모 촉진, 지방분해, 간 지방의 동원)와 결합되기 때문이다.

베링거인겔하임의 서보듀타이드 높은 효능 입증

실질적으로, 베링거인겔하임의 서보듀타이드(Survodutide)는 F2/F3 MASH 환자 대상 임상 2상에서 Best-in-Class의 잠재력을 입증했다. GLP-1 단일제 대비 MASH 해소와 섬유화 개선 효과 모두 우수했으며, 일라이 릴리의 터제파타이드(GLP-1/GIP 이중 작용제)와 비교해 섬유화 개선 비율이 53% 높게 나타났다. 베링거인겔하임은 이러한 차별화된 효능이 간에 직접 작용하는 Glucagon 수용체 덕분이라고 설명하며 기전적 우위를 강조했다. 현재 서보듀타이드는 F2/F3 MASH 환자와 F4(간경변) 환자 대상으로 임상 3상 2건이 진행되고 있으며, 각각 2031년, 2029년 종료될 예정이다.

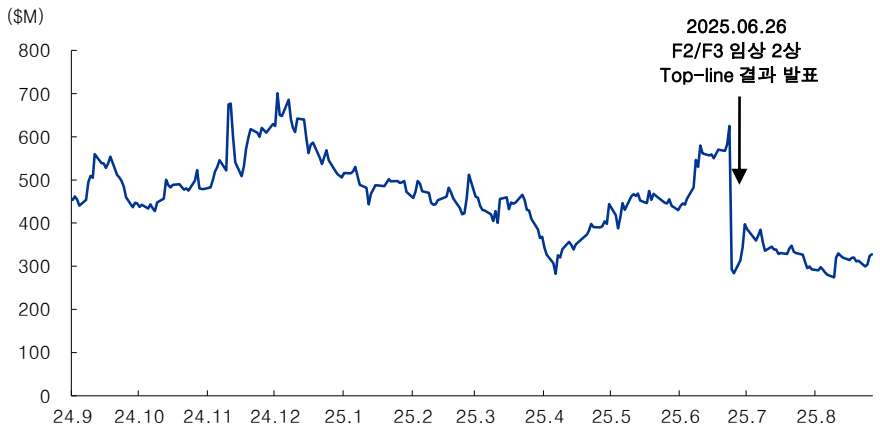
서보듀타이드의 긍정적 임상 데이터 발표로, 원 개발사 질랜드 파마의 시가총액 15억 달러 급증

서보듀타이드는 2011년 6월 베링거인겔하임이 질랜드파마(Zealand Pharma)로부터 총 3억 7,600만 유로에 도입한 물질이다. 2024년 2월 26일, 질랜드파마는 MASH 임상 2상에서 긍정적인 Top-line 결과를 발표하며 당일 시가총액이 약 15억 달러 급증했다. 이는 MASH 치료제의 조직학적 효능 데이터 발표가 주가 상승의 핵심 트리거로 작용한다는 점을 명확히 보여준다.

알티뮨, 섬유화 개선에서 통계적 유의성 미달성으로 주가 급락

반면, 알티뮨은 2025년 6월 26일 펨비듀타이드(Pemvidutide)의 24주차 임상 2상 결과 발표 직후, 주가가 7.2달러에서 2.9달러로 59% 급락했다. 섬유화 악화 없는 MASH 해소에서는 위약 대비 유의한 개선 효과를 보였으나, 섬유화 개선 비율은 통계적 유의성에 도달하지 못한 점이 주가 하락 요인으로 작용했다. 현재 알티뮨은 2025년 4분기에 FDA와 임상 2상 종료 미팅을 준비 중이며, 48주 데이터도 공개할 예정이다. 특히, 펨비듀타이드는 용량 적정(Dose Titration) 없이도 양호한 안전성과 내약성을 입증해 FDA와 임상 3상 진입 논의를 진행할 것으로 보인다. 향후 MASH 치료제 시장이 환자군별 세분화될 것으로 전망하는 만큼, 섬유화가 경미한 환자군을 대상으로 MASH 해소와 대사질환 개선을 겨냥한 치료제로 개발될 가능성은 여전히 존재한다.

그림 22. 알티뮨 시가총액 차트(1년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 8. F2/F3 MASH 환자 대상 임상 데이터 비교(Indirect cross-trial comparison)

회사명		Novo Nordisk		Boehringer Ingelheim / Zealand Pharma				Altimmune			Eli Lilly			
물질명		Semaglutide		Survodutide				Pemvidutide			Tirzepatide			
작용 기전		GLP-1		GLP-1/GCG				GLP-1/GCG			GLP-1/GIP			
임상 단계 (NCT number)		3상 (NCT04822181)		2상 (NCT04771273)				2b상 (NCT05989711)			2상 (NCT04166773)			
치료 기간		72주		48주				24주			52주			
용량		위약	2.4mg	위약	2.4mg	4.8mg	6mg	위약	1.2mg	1.8mg	위약	5mg	10mg	15mg
환자 수(명)		800		74	72	74	74	85	42	85	48	47	47	48
MASH 해소 비율	절대 수치	34.3%	62.9%	13.0%	63.4%	61.4%	64.5%	19.1%	59.1%	52.1%	9.8%	43.6%	55.5%	62.4%
	위약 조정		28.6%		50.4%	48.4%	51.5%		40.0%	33.0%		33.8%	45.7%	52.6%
	P-Value		*<0.001*		*<0.0001*	*<0.0001*	*<0.0001*		*< 0.0001*	*< 0.0001*		*<0.001*	*<0.001*	*<0.001*
섬유화 개선 비율	절대 수치	22.4%	36.8%	25.9%	56.1%	40.9%	64.5%	25.9%	31.8%	34.5%	29.7%	54.9%	51.3%	51.0%
	위약 조정		14.4%		30.2%	15.0%	38.6%		5.9%	8.6%		25.2%	21.6%	21.3%
	P-Value		*<0.001*		*0.0041*	*0.1191*	*0.0007*		*differences not significant*			*0.016*	*0.039*	*0.043*

자료: 각 사, Clinicaltrials.gov, NEJM, IBK투자증권

3. 2026년 국내 파이프라인 R&D 모멘텀 도래

(1) GLP-1 하나보다 둘이 좋은 GLP-1/GCG 이중 작용제

국내는 한미약품과 디앤디파마텍에 주목

글로벌 MASH 파이프라인이 임상 3상 단계에 진입하는 가운데, 2026년 핵심 데이터 발표가 예상되는 한미약품과 디앤디파마텍의 파이프라인을 주목할 필요가 있다. 두 회사 모두 GLP-1/GCG 이중 작용제 기반 MASH 후보물질을 개발하고 있으며, 초기 임상에서 유의미한 간 지방 함량 감소 효능을 확인했다. 2026년 공개될 조직학적 효능 데이터는 신약 가치를 판가름할 핵심 R&D 이벤트가 될 것으로 전망한다.

한미약품/머크, 2026년 1분기 F2/F3 환자 대상 데이터 발표 예상

한미약품의 에피노페그듀타이드(Efinopegdutide)는 2020년 8월 머크에 최대 8억 7,000만 달러 규모로 기술이전된 후보물질이다. 현재 머크가 F2/F3 MASH 환자 360명을 대상으로 임상 2b상을 진행 중이며, 2026년 1분기 Top-line 데이터 발표를 기대한다. 이번 임상은 가속 승인을 받은 Semaglutide 2.4mg(위고비)와 Head-to-Head 비교로 설계되어, MASH 해소와 섬유화 개선, 체중 변화를 직접 비교할 수 있다는 점에서 의미가 크다. 또한 F4(대상성 간경변) 환자군을 대상으로 한 임상 2a상도 병행하고 있어 치료옵션이 부재한 고위험 환자에서 간 지방 감소 및 체중 변화 데이터 확보가 가능할 전망이다.

MASLD 환자 대상 GLP-1 작용제보다 높은 간 지방 함량 감소 효과 입증

에피노페그듀타이드는 MASLD 환자 대상으로 한 임상 2a상에서 24주차 간 지방함량이 평균 72.7% 감소하며 오젬픽(42.3% 감소) 대비 높은 효능을 입증했으며, 제2형 당뇨병 동반 여부와 관계없이 유의한 효능을 보였다. 이는 GLP-1 단일 작용제가 체중 감소를 통해 간접적인 효과를 나타내는 반면, GLP-1/GCG 이중 작용제는 Glucagon 성분이 간에 직접 작용해 더 강력한 간 지방 감소 효과를 낼 수 있음을 보여준 결과다.

디앤디파마텍, 2026년 상반기 조직학적 MASH 개선 데이터 도출 예상

디앤디파마텍의 DD01은 현재 F1~F3 MASH / MASLD 환자 대상으로 임상 2상을 진행 중이다. 2025년 9월에는 24주차 비침습적 간 섬유화 바이오마커 데이터와 2026년 상반기 48주차 조직생검 기반 MASH 데이터 발표가 예상되어 관심 있게 봐야한다. 12주차 중간 분석에서는 간 지방함량이 평균 62.3% 감소해 위약군(8.3% 감소) 대비 높은 효능을 보였다. 초기 2주간 저용량(20mg)을 투여 후 3주차부터 최고용량(40mg)으로 증량한 결과 단기간 내 개선 효과를 확인했다. 약물의 최고농도 도달 시간(Tmax) 108시간, 반감기 8일로, 베링거인겔하임의 서보듀타이드(각각 24시간, 6일) 대비 길어 안전성과 내약성에 긍정적으로 작용한 것으로 판단한다.

서보듀타이드와 동등한 효능 · 우수한 내약성 입증 시 신약가치 재평가의 핵심 모멘텀이 될 것

베링거인겔하임의 서보듀타이드가 GLP-1/GCG 기전의 유효성을 입증했으나, 고용량 기준 이상반응으로 인한 임상 중단 비율이 16%로 높아 안전성 우려가 있다. 반면, 에피노페그듀타이드와 DD01은 임상 2a상 중단율이 각각 4.2%, 9%에 불과해 내약성 측면에서 우위를 보였다. 향후 두 파이프라인이 MASH 해소 및 섬유화 개선에서 동등 이상의 효능과 우수한 안전성을 입증할 경우, Best-in-Class 후보를 넘어서는 잠재력을 보여 신약가치 재평가를 견인할 모멘텀이 될 가능성이 높다.

표 9. GLP-1/GCG 이중 작용제 파이프라인 임상 데이터 비교(Indirect cross-trial comparison)

회사명		Boehringer Ingelheim / Zealand Pharma				Altimmune				MSD/한미약품		디앤디파마텍	
물질명		Survodutide				Pemvidutide				Efinopegdutide		DD01	
GLP-1/GCG 비율		8:1				1:1				2:1		11:1	
임상 단계(NCT number)		2상 (NCT04771273)				1b상 (NCT05292911)				2a상(NCT04944992)		2상(NCT06410924)	
환자군		F1-F3 MASH				MASLD				MASLD		MASLD/MASH(78%)	
치료기간		48주				24주				24주		12주	
용량		위약	2.4mg	4.8mg	6mg	위약	1.2mg	1.8mg	2.4mg	오젬픽	10mg	위약	40mg
환자수		74	72	74	74	18	14	13	11	73	72	34	33
간 지방함량 감소	절대 수치	-5.7%	-52.2%	-60.8%	-62.0%	-14.0%	-56.3%	-75.2%	-76.4%	-42.3%	-72.7%	-8.3%	-62.3%
	위약 조정		-46.5%	-55.1%	-56.3%		-42.3%	-61.2%	-62.4%				-54.0%
	P-Value		*<0.0001*	*<0.0001*	*<0.0001*		*<0.001*	*<0.001*	*<0.001*		*<0.001*		*<0.0001*
30%≥ 간 지방 감소 비율	절대 수치	13.5%	63.0%	66.7%	56.8%	5.6%	76.9%	92.3%	100.0%	67.1%	81.9%	11.8%	75.8%
	위약 조정		49.5%	53.2%	43.3%		71.3%	86.7%	94.4%				64.0%
	P-Value		*<0.0001*	*<0.0001*	*<0.0001*		*<0.0001*	*<0.0001*	*<0.0001*				*<0.0001*
평균 체중 감소	절대 수치					-1.4%	-5.1%	-6.2%	-5.2%	-7.1%	-8.5%		-4.0%
	위약 조정						-3.7%	-4.8%	-3.8%				
	P-Value						*0.003*	*<0.001*	*0.003*		*0.085*		
심각한 부작용(SAE) 발생		6.3%	5.4%	10.1%	9.6%	5.3%	6.3%	6.7%	0.0%	1.4%	1.4%		
이상반응으로 인한 임상 중단 비율		8.2%	11.0%	12.3%	16.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%		9.0%
메스꺼움		27.9%	64.5%	66.7%	63.5%	10.5%	12.5%	20.0%	28.6%	31.5%	27.8%		
구토		7.6%	40.9%	47.8%	28.9%	0.0%	6.3%	6.7%	7.1%	15.1%	16.7%		
변비		17.7%	17.0%	17.4%	28.9%	0.0%	12.5%	20.0%	0.0%	5.5%	16.7%		
설사		25.3%	40.9%	53.6%	55.8%	21.1%	12.5%	33.3%	7.1%	17.8%	16.7%		

자료: IBK투자증권

(2) 차세대 기전으로 부상하는 RNA 치료제

유전적 요인에 기인한 환자군도 존재

MASH는 비만 · 당뇨 등 대사 이상뿐 아니라 유전적 요인도 중요한 발병 인자로 작용한다. 따라서 유전적 원인이 주요 발병 요인이 환자군에서는 기존 기전만으로 치료 효과가 제한적일 수 있어 새로운 접근이 필요하다.

RNA간섭 기술이 차세대 기전으로 주목

이러한 한계를 보완하기 위해 글로벌 제약사들은 RNA 기술을 활용한 치료제 개발을 병행하고 있다. RNA 치료제는 질병 원인 단백질이 생성되기 전 mRNA 단계에서 발현을 억제하며, 특히 간 표적 수용체인 ASGPR(Asialoglycoprotein Receptor)을 활용하는 GalNAc 접합체 기술로 간 특이성을 높이고 있다. 현재 관련 파이프라인은 임상 1상~2상 단계에 있어 향후 중장기 데이터 발표에 주목할 필요가 있다.

국내 기업 올릭스 관심

국내 기업 중에서는 올릭스의 MASH/비만 파이프라인에 주목한다. 2025년 2월, 올릭스는 siRNA 기반 MASH/비만 치료제 후보물질 OLX702A를 최대 6억 3,000만 달러 규모로 일라이 릴리에 기술이전을 했다. OLX702A는 간세포와 지방세포의 지질 축적을 조절하는 MARC1을 타깃으로 하며, 경쟁 파이프라인은 노보 노디스크의 NN6581이 유일하다. 두 약물 모두 임상 1상 단계에 있으나, 올릭스가 개발 속도에서 한 발 앞서 있다. 현재 OLX702A의 임상 1상은 호주에서 단회투여(SAD) 및 다회투여(MAD)로 진행 중이며, 2025년 12월 종료 후 2026년 임상 2상에 진입할 것으로 예상한다. 특히 SAD 투여 용량이 NN6581과 비교해 상대적으로 낮아 향후 더 낮은 용량에서도 높은 효과를 보일 수 있을 것으로 기대한다.

표 10. 주요 RNA 기반 MASH 치료제 후보물질 임상 진행 현황

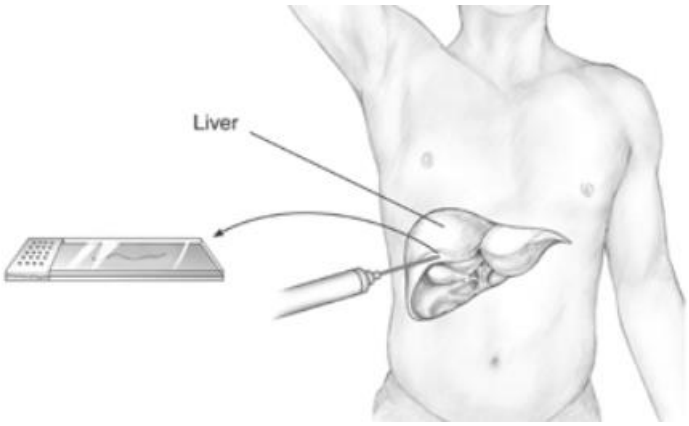
물질명/코드명	회사명	타깃	환자군	임상 단계	종료 예정 시기	임상시험
AZD2693	AstraZeneca / Ionis	PNPLA3	F2/F3 MASH	임상 2상	2025년 7월 14일	NCT05809934
GSK4532990	GSK / Arrowhead	HSD17B13	MASH	임상 2상	2025년 9월 23일	NCT06104319
			F3/F4 MASH	임상 2상	2026년 1월 26일	NCT05583344
ALN-HSD	Regeneron / Alnylam	HSD17B13	F2/F3 MASH	임상 2상	2027년 9월 8일	NCT05519475
NN6581 (NNC0581-0001)	Novo nordisk	MARC1	건강한 사람 / 간 지방증	임상 1상	2025년 8월 28일	NCT05599945
			간 지방증 및 지방간염 의심 대상자	임상 1상	2027년 1월 25일	NCT06891365
NN6582 (NNC0582-0001)	Novo nordisk	LXR(a)	건강한 사람	임상 1상	2025년 10월 25일	NCT05624580
ALN-PNP	Alnylam	PNPLA3	건강한 사람 / MASLD	임상 1상	2025년 10월	NCT05648214
LY3849891	Eli Lilly	PNPLA3	MASLD	임상 1상	2026년 10월	NCT05395481
OLX702A	OliX	MARC1	건강한 사람 / MASLD	임상 1상	2025년 12월	ACTRN12624000023550

자료: Clinicaltrials.gov, ANZCTR, IBK투자증권
주: Clinicaltrials.gov에 게시된 임상은 Primary completion을 종료 예정 시기로 기재함.

(3) MASH 임상 시험 규제 변화는 긍정적

2025년 8월 27일, 미국 FDA가 비침습적 간 경직도 측정을 대리 평가 변수로 인정하기 위한 절차에 착수했으며, 이는 MASH 파이프라인의 매력도를 높이는 요인이라 판단한다. FDA 의약품 평가 연구센터(CDER)는 중등도 이상의 섬유화를 동반한 비간경변 MASH 환자 대상 임상에서, VCTE(Vibration-Controlled Transient Elastography) 기반 간 경직도(Liver Stiffness Measurement) 측정을 합리적 대리 평가 변수로 검토하고 있다. 기존 생검 기반의 진단 · 효능 평가와 비교해 비침습적 방식은 환자 모집 용이성, 비용 절감, 개발 기간 단축 효과가 커 임상 개발 부담이 줄어들 전망이다. 따라서 2026년 국내 MASH 후보물질의 핵심 임상 데이터 발표와 함께, 향후 FDA의 규제 변화는 후속 개발 속도와 승인 가능성을 동시에 높이는 긍정적 모멘텀으로 작용할 전망이다.

그림 23. 생검을 통한 MASH 조직학적 검사



자료: NIH, IBK투자증권

표 11. 주요 MASH 파이프라인 기술이전 현황

물질명	작용기전	계약 주체	계약 상대방	계약 체결일	계약 규모	기술이전 당시 임상 단계
Efimosfermin alfa	FGF21 작용제	Boston Pharmaceuticals	GSK	2025년 5월	$2,000M	임상 2상 종료
GSK4532990	RNA 기반 치료제	Arrowhead	GSK	2021년 11월	$1,030M	임상 1/2상 중
efinopegdutide	GLP-1/GCG 작용제	한미약품	MSD	2020년 8월	$870M	임상 2상 종료(비만/당뇨)
OLX702A	RNA 기반 치료제	올릭스	Eli Lilly	2025년 2월	$630M	임상 1상 중
AZD2693	RNA 기반 치료제	Ionis	AstraZeneca	2018년 4월	$330M	전임상 종료
Survodutide	GLP-1/GCG 작용제	Zealand Pharma	Boehringer Ingelheim	2011년 6월	EUR 376M	전임상 종료

자료: 각 사, IBK투자증권

표 12. 주요 MASH 후보물질 임상 진행 예상 타임라인

작용 기전	기업명	파이프라인	MASLD	F1	F2	F3	F4	예상 시기
THR-β	Madrigal	Resmetirom (레즈디프라)					임상 3상 데이터 발표	2026/2027년
Pan-PPAR	Inventiva	Lanifibranor			임상 3상 종료			2026년 하반기
GLP-1	Novo nordisk	Semaglutide (위고비)			임상 3상 Part 2 데이터 발표			2029년
GLP-1/GIP	Eli Lilly	Tirzepatide	임상 3상 개시(MASLD 또는 MASH 환자)					2025년 말
GLP-1/GCG	Boehringer Ingelheim	Survodutide			임상 3상 종료			2031년
							임상 3상 종료	2029년
	Altimmune	Pemvidutide			임상 2상 종료			2025년 4분기
	Merck/한미약품	efinopegdutide			임상 2상 데이터 발표			2026년 1분기
							임상 2상 종료	2026년 2분기
	디앤디파마텍	DD01	임상 2상 48주 데이터 발표					2026년 상반기
GLP-1/GIP/GCG	Eli Lilly	Retartrutide	임상 3상 개시(MASLD 또는 MASH 환자)					2025년 말
	한미약품	efocipegtrutide		임상 2상 종료				2026년 6월
FGF21	89bio	Pegozafermin			임상 3상 종료			2029년
							임상 3상 종료	2028년
	Akero	Efruxifermin			임상 3상 종료			2032년
							임상 3상 종료	2029년
	GSK	Efimosfermin alfa			임상 3상 개시 (MASH)			2025년 말
PNPLA37 Inhibitor	AstraZeneca	AZD2693			임상 2상 데이터 발표			2025년 말
MARC1 Inhibitor	올릭스	OLX702A	임상 1상 종료					2025년 말

자료: 각 사, Clinicaltrials.gov, ANZCTR, IBK투자증권

Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
한미약품 (128940)	매수(유지)	400,000원
디앤디파마텍 (347850)	Not Rated	-
올릭스 (226950)	Not Rated	-

매수 (유지)

한미약품 (128940)

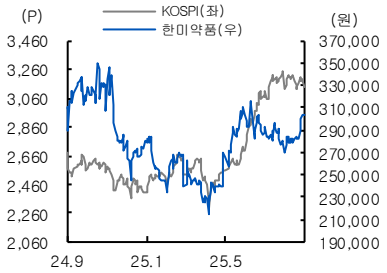
MASH에서 위고비와 정면 승부

목표주가 (상향)	400,000원
현재가 (9/1)	304,000원
KOSPI (9/1)	3,142.93pt
시가총액	3,895십억원
발행주식수	12,811천주
액면가	2,500원
52주 최고가	350,500원
최저가	215,000원
60일 일평균거래대금	20십억원
외국인 지분율	13.4%
배당수익률 (2025F)	0.4%
주주구성	
한미사이언스 외 4 인	50.57%
국민연금공단	11.70%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	12%	2%	-18%
절대기준	13%	27%	-4%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	400,000	340,000	▲
EPS(25)	14,325	14,325	-
EPS(26)	16,564	16,564	-

한미약품 상대주가 (%)



2026년 머크의 MASH 임상 2상 결과 기대

머크에 기술이전된 GLP-1/GCG 이중 작용제 에피노페그듀타이드(코드명: MK-6024)의 MASH(F2/F3) 임상 2b상은 2025년 12월 종료 예정이며, 빠르면 2026년 초 결과 발표가 가능할 전망이다. 본 임상은 진행성 MASH 환자를 대상으로 1) MASH 해소, 2) 섬유화 개선을 평가하며, 특히 MASH 치료제로 승인된 위고비(Semaglutide 2.4mg)와 직접 비교를 통해 Best-in-Class 가능성을 확인할 수 있다. 머크 역시 2025년 2분기 실적발표에서 에피노페그듀타이드에 대한 기대감을 강조한 바 있어, 데이터 공개가 동사의 핵심 R&D 모멘텀으로 작용할 전망이다.

자체 MASH 파이프라인은 2026년 하반기 발표 예상

동사가 자체 개발 중인 GLP-1/GIP/GCG 삼중 작용제 에포시페그트루타이드(코드명: HM15211)의 MASH(F1~F3) 임상 2b상은 2026년 6월 종료 예정으로, 내년 하반기 결과 발표를 예상한다. 해당 임상은 2020년 7월에 개시되었으나, 코로나19 시기 환자 모집 난항으로 임상 기간이 길어졌다. 임상 장기화로 인해 투자자들의 관심에서 다소 벗어나 있었으나, 내년 하반기 유효성과 안전성 데이터를 기반으로 기술이전의 가능성을 가늠해볼 수 있다.

투자의견 매수 및 목표주가 400,000원으로 상향

한미약품에 대한 목표주가를 기존 340,000원에서 400,000원으로 17.6% 상향하고 Top Pick 의견을 제시한다. 목표주가는 비만 · MASH 파이프라인의 R&D 모멘텀 기대감을 반영해 기존 대비 6.2% 높인 EV/EBITDA 멀티플 15.3배를 적용해 산출했다. 연간 약 2,000억 원의 안정적인 현금흐름과 풍부한 임상 2상 단계 파이프라인 보유하고 있는 점 고려할 때, 현 주가는 저평가 국면으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,565	1,752	1,876
영업이익	221	216	249	288	319
세전이익	194	171	235	273	307
지배주주순이익	146	121	184	212	240
EPS(원)	11,415	9,470	14,325	16,564	18,715
증가율(%)	76.6	-17.0	51.3	15.6	13.0
영업이익률(%)	14.8	14.4	15.9	16.4	17.0
순이익률(%)	11.1	9.4	12.6	13.1	13.8
ROE(%)	16.0	11.9	15.7	15.7	15.3
PER	30.9	29.6	21.2	18.4	16.2
PBR	4.7	3.3	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	15.6	12.9	13.0	11.8	10.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

MASH 치료제 후보물질 2건 개발 중

머크, $870M 규모로 한미약품의 기술 도입

한미약품의 에피노페그듀타이드(Efinopegdutide)는 2020년 8월 MSD(머크)에 총 8억 7,000만 달러(선급금 1천만 달러, 최대 마일스톤 7.7억 달러) 규모로 기술이전(License Out; L/O)된 파이프라인이다.

MASLD 환자 대상 오젬픽 대비 우수한 간 지방 감소 효과 입증

MASLD 환자 대상으로 한 임상 2a상에서는 Semaglutide 1.0mg(오젬픽) 대비 높은 간 내 지방 함량 감소를 입증했으며, 제2형 당뇨병 동반 여부와 관계 없이 유의한 효능을 보였다. 이는 GLP-1 단일 작용제가 체중 감소를 통해 간접적인 효과를 나타내는 반면, GLP-1/GCG 이중 작용제는 Glucagon 성분이 간에 직접 작용해 더 강력한 간 지방 감소 효과를 낼 수 있음을 보여준 결과다. 또한 Glucagon 성분에 따른 혈당 상승 우려가 있었으나, 당화혈색소와 공복혈당 변화는 미미해 안전성 측면에서도 의미 있는 데이터를 확보했다.

F2/F3 MASH 임상은 위고비와 비교

현재 머크가 F2/F3 MASH 환자 총 360명 대상으로 임상 2b상을 진행 중이며, 2025년 말 임상이 종료될 예정이다. 이번 임상은 가속 승인을 받은 Semaglutide 2.4mg(위고비)와 Head-to-Head 비교 임상으로, MASH 해소와 섬유화 개선 비율, 체중 변화를 직접적으로 비교할 수 있다는 점에서 의미가 크다.

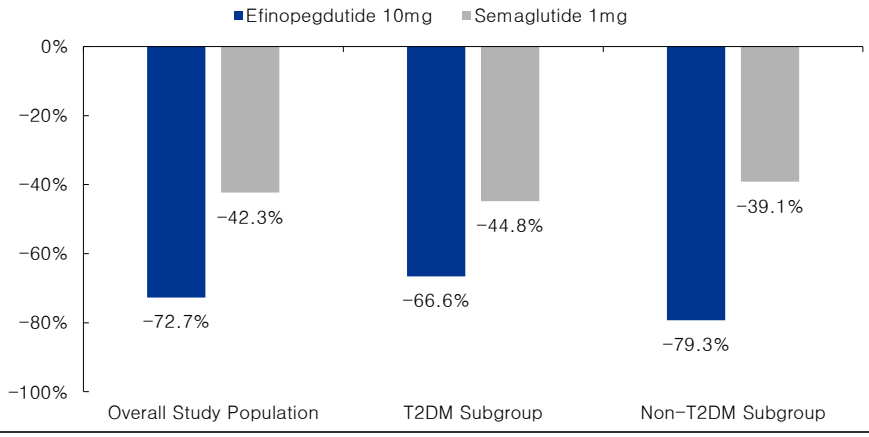
실적발표에서 머크의 언급으로 임상 순항 재확인

2024년 1월, 파트너사 머크는 JP모건헬스케어 컨퍼런스에서 에피노페그듀타이드가 간 지방 함량 약 70%와 체중 10~12% 감소 효과를 동시에 입증해, 차별화된 기전적 강점을 바탕으로 MASH 치료제 시장 내 경쟁력을 확보할 것으로 기대된다고 밝혔다. 이어 2025년 2분기 실적 발표에서도 임상 2b상에 대한 기대감을 재차 강조해, 임상 개발이 계획대로 순항 중임을 확인할 수 있다.

F4 환자 대상 임상 2a상도 병행 중

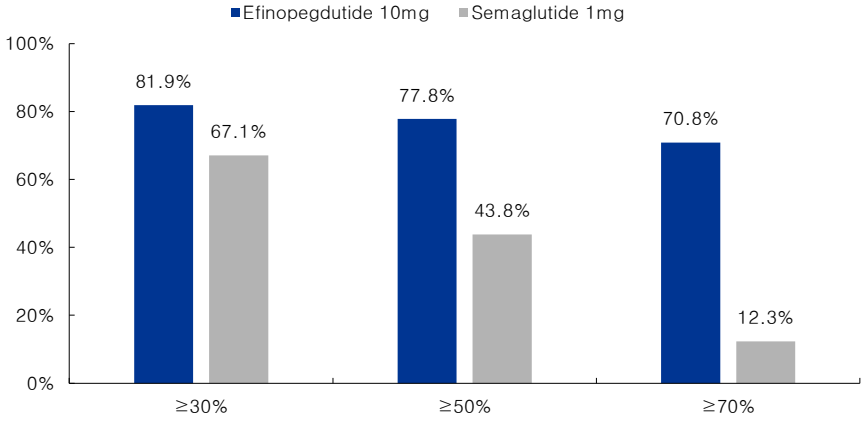
추가적으로 머크는 F4(대상성 간경변) 환자를 대상으로 별도의 임상 2a상도 진행 중이다. 해당 임상은 간 지방 함량 변화, 간 섬유화 비침습적 지표, 체중 변화를 주요 평가지표로 설정했으며, 이는 섬유화 개선보다는 간지방 및 체중 감소 효과에 강점을 보인 기전을 활용해, 향후 상업화 시 비만을 동반한 MASH 환자군을 주 타깃으로 하는 전략적 포석으로 해석된다.

그림 24. 에피노페그듀타이드의 24주차 상대적 간지방 함량 감소율



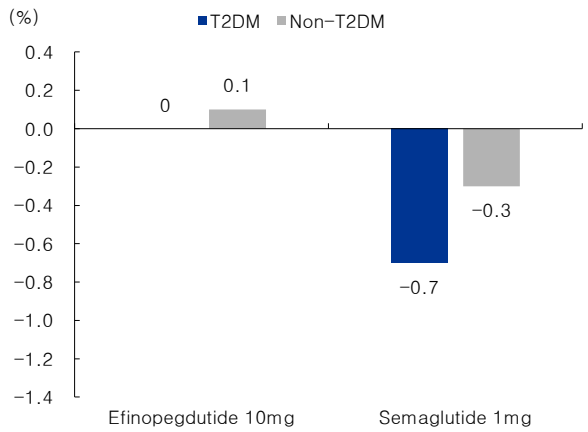
자료: Romero-Gome M, et al. J Hepatol. 2023 Jun 5;SO168-8278(23)00342-2, IBK투자증권
주: T2DM=Type 2 Diabetes Mellitus(제2형 당뇨병)

그림 25. 에피노페그듀타이드의 24주차 지방간 감소 환자 비율



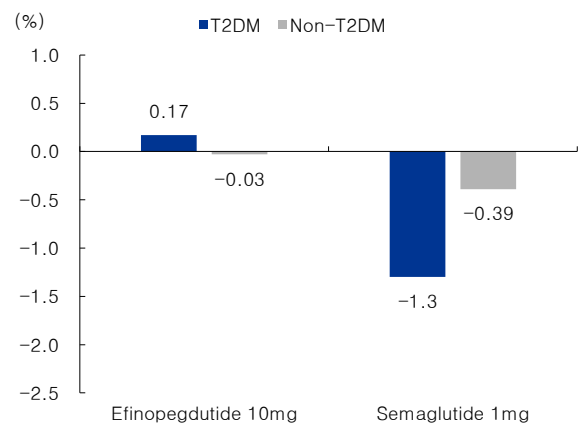
자료: Romero-Gome M, et al. J Hepatol. 2023 Jun 5;SO168-8278(23)00342-2, IBK투자증권

그림 26. 에피노페그듀타이드의 24주차 당화혈색소 변화



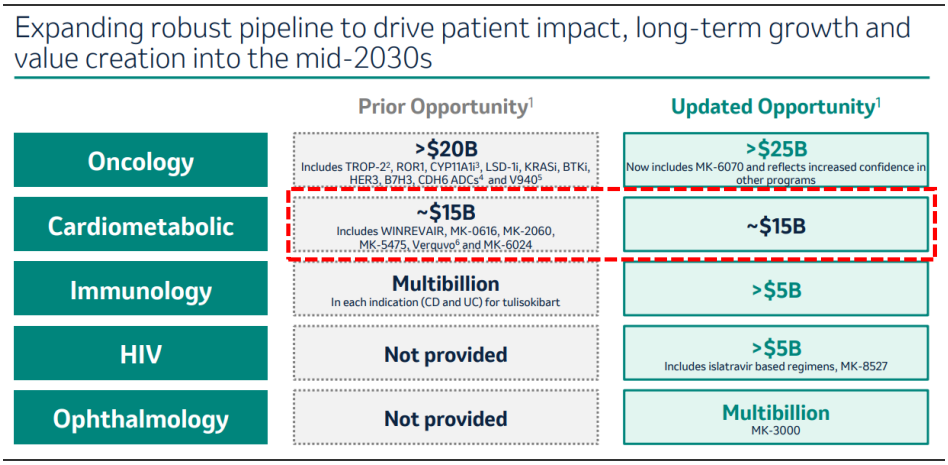
자료: Engel.S, et al. EASD 2023, IBK투자증권
주: T2DM= Type 2 Diabetes Mellitus(제2형 당뇨병)

그림 27. 에피노페그듀타이드의 24주차 공복 혈당 변화



자료: Engel.S, et al. EASD 2023, IBK투자증권
주: T2DM= Type 2 Diabetes Mellitus(제2형 당뇨병)

그림 28. Cardiometabolic 파이프라인에서 150억 달러의 시장 기회 존재



자료: Merck, IBK투자증권

표 13. MASLD 임상 2a상 에피노페그듀타이드 섬유화 바이오마커 분석

구분	N	Baseline mean(SD)	N	Week24 mean(SD)	Change from Baseline at Week 24	
					Mean(SD)	Median
Pro-C3(Pro-Peptide of Type 3 Collagen), μ g/L						
Efinopegdutide 10mg	72	53.2(16.7)	66	42.8(12.3)	-9.2(19.0)	-10.7
Semaglutide 1mg	73	55.9(16.7)	71	43.1(19.1)	-12.6(22.9)	-13.2
ELF(Enhanced Liver Fibrosis)						
Efinopegdutide 10mg	72	8.8(0.9)	66	8.4(0.9)	-0.4(0.7)	-0.5
Semaglutide 1mg	73	9.1(0.9)	72	9.1(0.9)	-0.5(0.9)	-0.5
FIB-4(Fibrosis-4 Index)						
Efinopegdutide 10mg	72	0.93(0.46)	58	0.85(0.40)	-0.09(0.33)	-0.06
Semaglutide 1mg	73	1.09(0.56)	64	0.96(0.41)	-0.14(0.28)	-0.1

자료: Romero-Gome M, et al, J Hepatol, 2023 Jun 5:SO168-8278(23)00342-2, IBK투자증권

삼중작용제 MASH 치료제 임상 2상 2026년 6월 종료

한미약품의 에포시페그트루타이드(코드명: HM15211)는 현재 임상 2b상을 진행 중이며, 2026년 하반기 Top-line 결과 발표를 예상한다. 에포시페그트루타이드는 Glucagon, GIP, GLP-1 수용체에 동시 작용하는 삼중 작용제이며, 주 1회 투여 제형으로 MASH와 특발성폐섬유증(Idiopathic Pulmonary Fibrosis, IPF) 적응증으로 개발 중이다.

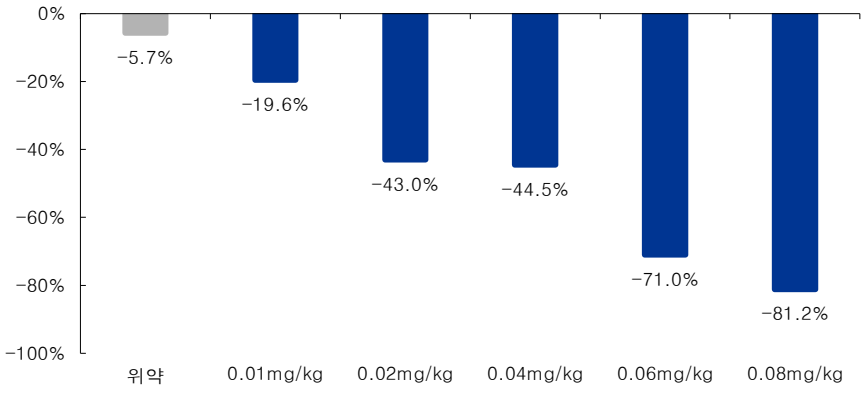
F1~F3 MASH 환자 대상 MASH 개선 비율 확인

임상 2b상은 F1~F3 MASH 환자 215명을 대상으로 진행 중이며, 주요 평가지표는 52주차에 섬유화 악화 없는 MASH 개선 비율이다. 2023년 5월 독립적 데이터 모니터링 위원회(Independent Data Monitoring Committee, 이하 IDMC)에서 유효성과 안전성 데이터 중간 검토한 결과, 계획 변경없이 계속 진행하도록 권고를 받은 바 있다. IDMC는 임상 시험 과정에서 과학적, 윤리적 평가를 담당하는 독립적 자문기구다. 임상 시험에서 안전성 문제가 불거지거나, 전혀 약물의 효능이 없으면 환자는 치료 기회를 놓칠 수 있기 때문에 이러한 문제를 방지하기 위해 IDMC가 개입한다.

비만 동반 MASLD 환자서 최대 81.2% 간 지방 감소

한편, 비만을 동반한 MASLD 환자 대상 임상 1b/2a상에서는 12주차 최고 용량에서 간 내 지방함량이 81.2% 감소해 위약군(5.7% 감소) 대비 높은 효과를 확인한 바 있다. 따라서 2026년 하반기 발표 예정인 MASH 환자 대상 2b상 결과에서 안전성과 유효성이 확인될 경우, 기술이전(L/O) 가능성도 기대해볼 수 있다.

그림 29. MASLD 임상 1b/2a상 에포시페그트루타이드 간지방 함량 감소율(12주)



자료: 한미약품, IBK투자증권

표 14. 한미약품 MASH 파이프라인 임상 진행 현황

물질명	임상 단계	적응증	평가 지표	치료 기간	환자수	종료 예정 시기(Primary)
에피노페그듀타이드	2b	F2/F3 MASH	– 섬유화 악화 없이 NASH 해소 – 이상반응 – 1단계 이상 섬유화 개선 비율 – 체중 변화	52주	360	2025.12.29
	2a	대상성 간경변(F4)	– 상대적 간지방 함량 변화 – 간 섬유화 바이오마커 – 체중 변화	28주	80	2026.09.21
에포시페그트루타이드	2b	F1–F3 MASH	– 섬유화 악화 없이 NASH 해소	52주	215	2026.06.27

자료: Clinicaltrials.gov, IBK투자증권
주: 에피노페그듀타이드 임상은 머크가 진행하고 있음

2025년 하반기 매출 두자리 수 성장 전망

하반기 북경한미 실적 회복 기대

2025년 연결 매출액 1조 5,655억 원(+4.7% YoY), 영업이익 2,488억 원(+15.1% YoY, 영업이익률 15.9%)으로 추정한다. 하반기에는 국내 본업의 안정적인 성장, 비용 효율화, 자회사 북경한미 실적 회복을 바탕으로 성장세 나타날 것으로 전망한다. 한미약품은 이상지질혈증 치료제 로수젯의 견조한 성장과 저용량 3제 복합 고혈압 치료제 출시로 아모잘탄패밀리 매출 확대를 기대한다. 자회사 북경한미는 지난해 중국 내 홍수 및 호흡기 질환 유행 둔화로 발생한 재고를 상반기에 대부분 소진한 것으로 확인되며, 4분기 계절적 성수기 효과가 더해져 실적 회복이 나타날 것으로 전망한다. 다만 중국 내 집중구매제도와 건기식 시장 경쟁 심화 등 리스크가 존재해, 신규 도입 품목 확대로 대응할 계획이다.

2026년 에피노페그듀타이드 임상 3상 진입에 따른 마일스톤 유입 전망

2025년이 실적 회복 국면이라면, 2026년과 2027년은 성장 가속화 구간이 될 것으로 보인다. 2026년에는 MASH 치료제 에피노페그듀타이드 임상 3상 개시로 마일스톤 수익 유입을 기대한다. 앞서 머크와의 기술이전 계약으로 선급금 1,000만 달러와 임상 2상 개시 마일스톤 1,400만 달러를 수령한 바 있어, 임상 3상 개시할 경우 마일스톤 규모는 더 클 것으로 기대한다(총 계약규모 8억 7,000만 달러).

2027년 국내 비만치료제 출시, 평택 바이오플랜트 가동률 상승 기대

2027년에는 비만 치료제 에페글레나타이드(GLP-1 작용제)의 국내 출시가 예상되며, 국내 영업망과 가격 경쟁력을 기반으로 첫 해 매출 1,000억 원 이상 달성을 목표로 한다. 이후 신흥국 시장 진출도 기대되며, 에페글레나타이드의 매출 증가는 평택 바이오플랜트 가동률을 높여 이익률 개선에도 기여할 것으로 판단한다.

표 15. 한미약품 실적 추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	403.7	378.1	362.1	351.6	391.0	361.3	398.7	414.5	1,495.5	1,565.5
YoY	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.8%	-3.2%	-4.5%	10.1%	17.9%	0.3%	4.7%
한미약품(별도)	275.1	281.8	276.8	280.5	295.0	276.4	301.1	307.7	1,114.1	1,180.3
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	96.5	86.7	98.0	107.2	385.6	388.4
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	20.7	22.8	23.0	28.6	32.4	108.9	106.8
연결조정	-23.9	-36.7	-28.1	-24.5	-23.4	-24.8	-29.0	-32.8	-113.1	-110.0
영업이익	76.7	58.1	51.0	30.5	59.0	60.4	63.9	65.5	216.2	248.8
YoY	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.5%	-23.0%	3.9%	25.4%	114.7%	-2.0%	15.1%
영업이익률	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	15.1%	16.7%	16.0%	15.8%	14.5%	15.9%

자료: IBK투자증권

목표주가 400,000원으로 상향, 제약업종 Top Pick 제시

목표주가 기존 대비 17.6% 상향

한미약품에 대한 목표주가는 340,000원에서 400,000원으로 17.6% 상향 조정하며 Top Pick으로 제시한다. 목표주가는 12개월 예상 EBITDA 3,490억 원에 EV/EBITDA Multiple 15.3배를 적용하고, 2025년 말 예상 순차입금 2,850억 원을 차감해 산출했다. 기존에는 영업가치에 에피노페그듀타이드 신약가치(4,700억 원)를 합산했을 때, Target Multiple이 약 14.4배였으나, 비만 · MASH 파이프라인의 R&D 모멘텀을 반영해 15.3배로 상향했다. 연간 약 2,000억 원 규모의 안정적인 영업현금 흐름과 풍부한 임상 2상 단계 파이프라인을 보유하고 있다는 점을 고려할 때, 밸류에이션 매력도는 충분히 높아 매수 전략이 유효하다고 판단한다.

R&D 신뢰도 회복이 관건

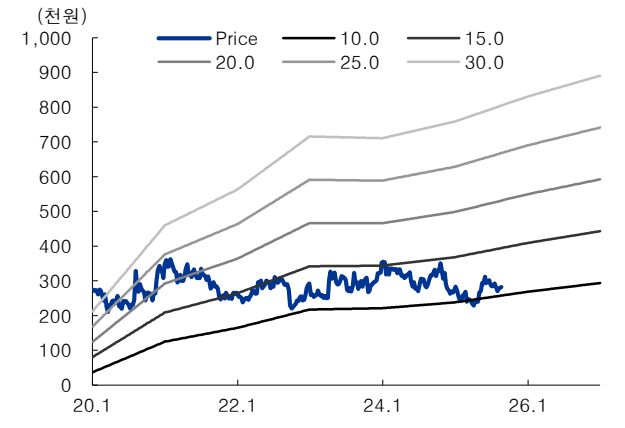
한미약품은 약 12건의 기술이전 성과를 기록했으나, 이 중 5건은 반환되고 3건은 임상 진전 소식이 없어 R&D 신뢰도 저하로 이어졌다. 이에 따라 2026년 머크와 진행 중인 에피노페그듀타이드의 임상 2상 데이터 발표와 신규 기술이전이 R&D 신뢰도 회복과 주가 재평가를 이끌 핵심 이벤트가 될 것으로 전망한다.

표 16. 한미약품 Valuation Table

구분		단위	비고
12M Fwd EBITDA	349	십억 원	당사 추정치
Target Multiple	15.3	배	
순차입금	285	십억 원	2025년 말 예상치
기업가치	5,055	십억 원	
주식수	12,680	천주	자기주식수 제외
목표주가	400,000	원	
현재주가	304,000	원	2025.09.01 종가
상승여력	31.6	%	

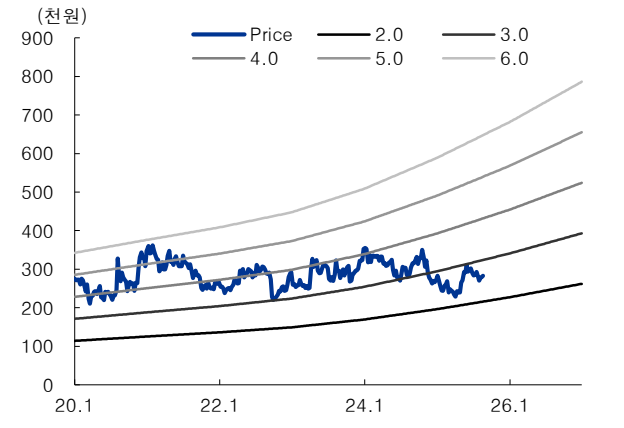
자료: IBK투자증권

그림 30. 한미약품 12MF EV/EBITDA Band



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 31. 한미약품 12MF PER Band



자료: Quantiwise, IBK투자증권

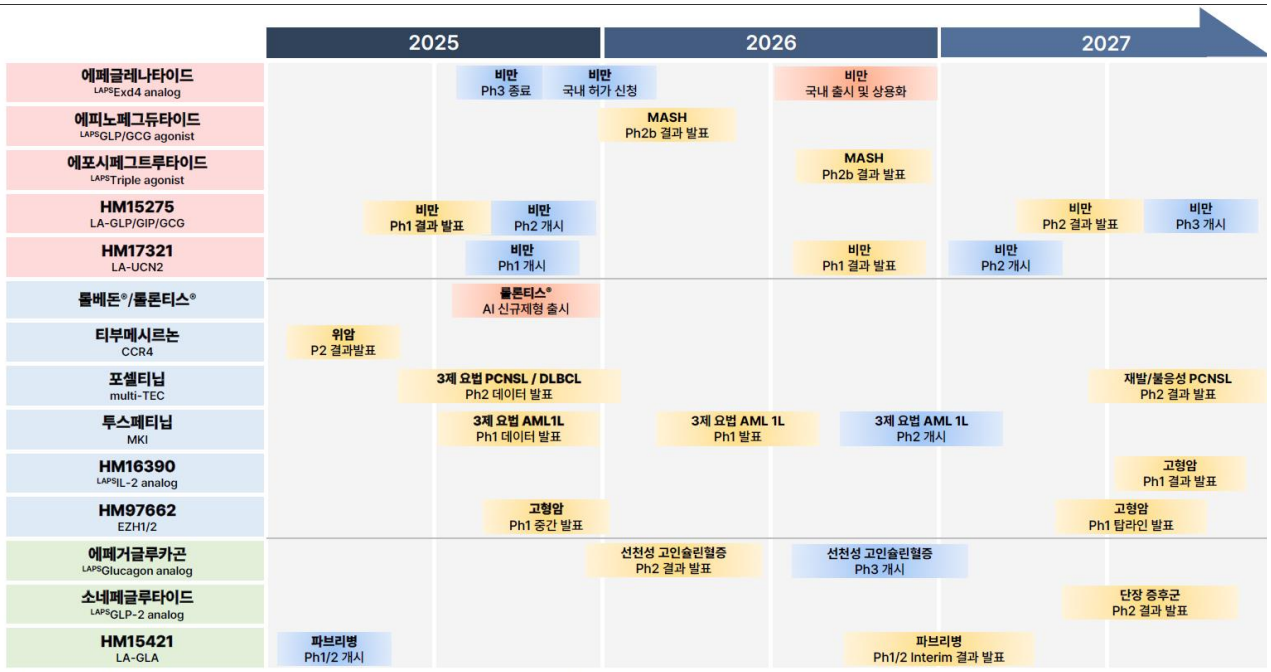
그림 32. 한미약품 R&D 파이프라인 개발 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	**에페거글루카곤+에페글레나타이드** [LAPS Glucagon Combo] 비만/대사성질환	**HM15275** [LA-GLP/GIP/GCG] 비만, 임상 1상 완료[1]	**에피노페그듀타이드** [LAPS GLP/GCG agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염) MSD	**에페글레나타이드** [LAPS Exd4 analog] 제2형 당뇨병, 비만	
	HM17321 [LA-UCN2] 비만		**에포시페그트루타이드** [LAPS Triple agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)		
항암	**HM101207** [SOS1] 고형암	**롤론티스(Rolontis)®** [에플라페그라스팀] 호중구 감소증 (당일투여요법) Assertio	**벨바라페닙** [pan-RAF 저해제] BRAF변이 및 융합 고형암 Roche	**포지오티닙** [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법 Assertio	**롤론티스(Rolontis)®** [에플라페그라스팀] 호중구 감소증 Asser
	HM100714 [sHER2] 비소세포폐암	**벨바라페닙** [pan-RAF 저해제] 흑색종 등 고형암 Genentech	**티부메시르논** [CCR4] 위암 RAPT	**오락솔 (Oraxol)®** [엔사위다+파클리탁셀] 유방암 등 고형암 Health Hope Pharma	
		BH2950 B [PD-1/HER2 BsAb] 고형암 Innovent	**포셀티닙** [multi-TEC] 원발성 중추신경계 림프종 NOBO Medicine		
		투스페티닙 [MKI] 급성골수성 백혈병 Aptose			
		HM97662 [EZH1/2 저해제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 B [PD-L1/4-1BB BsAb] 고형암, '키트루다' 병용 임상			
		HM16390 [LAPS IL-2 analog] 고형암			
희귀질환/기타	**에포시페그트루타이드** [LAPS Triple agonist] 특발성 폐섬유증	**HM15421** [LA-GLA] 파브리병 GC	**에페거글루카곤** [LAPS Glucagon analog] 선천성 고인슐린혈증		**히알루마주** [히알루론산나트륨] 슬관절의 골관절염 Arthi
			소네펩글루타이드 [LAPS GLP-2 analog] 단장 증후군		
			에페소마트로핀 [LAPS hGH] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate)® 건성 노인성황반병성 Allegro AffaMed		

B 복경한미 업데이트 1) 임상 1상 Part B 진입 → 임상 1상 완료

자료: 한미약품, IBK투자증권

그림 33. 한미약품 R&D 주요 마일스톤



LAPS: LAPSCOVERY™, **LA**: Long-acting, **MASH**: Metabolic dysfunction-associated steatohepatitis, **PCNSL**: Primary central nerve system lymphoma, **R/R**: relapsed/refractory, **AML**: Acute myeloid leukemia

자료: 한미약품, IBK투자증권

한미약품 (128940)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,565	1,752	1,876
증가율(%)	12.0	0.3	4.7	11.9	7.0
매출원가	662	678	702	746	792
매출총이익	829	817	863	1,006	1,084
매출총이익률 (%)	55.6	54.6	55.1	57.4	57.8
판관비	609	601	614	718	765
판관비율(%)	40.8	40.2	39.2	41.0	40.8
영업이익	221	216	249	288	319
증가율(%)	39.6	-2.0	15.2	15.6	10.7
영업이익률(%)	14.8	14.4	15.9	16.4	17.0
순금융손익	-22	-19	-11	-18	-14
이자손익	-24	-19	-12	-9	-7
기타	2	0	1	-9	-7
기타영업외손익	-3	-26	-3	3	2
종속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	194	171	235	273	307
법인세	29	31	38	44	50
법인세율	14.9	18.1	16.2	16.1	16.3
계속사업이익	165	140	197	229	258
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	197	229	258
증가율(%)	62.8	-15.1	40.1	16.6	12.3
당기순이익률 (%)	11.1	9.4	12.6	13.1	13.8
지배주주당기순이익	146	121	184	212	240
기타포괄이익	-55	35	0	0	0
총포괄이익	111	175	196	229	258
EBITDA	319	314	333	360	382
증가율(%)	25.2	-1.8	6.3	8.0	6.2
EBITDA마진율(%)	21.4	21.0	21.3	20.5	20.4

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	872	1,045	1,217
현금및현금성자산	55	192	205	351	479
유가증권	109	0	0	0	0
매출채권	168	238	207	218	235
재고자산	289	301	303	318	343
비유동자산	1,168	1,275	1,300	1,376	1,498
유형자산	833	796	772	821	908
무형자산	81	94	122	130	134
투자자산	45	172	181	189	202
자산총계	1,899	2,021	2,172	2,421	2,715
유동부채	705	683	658	691	742
매입채무및기타채무	45	39	45	48	51
단기차입금	336	371	373	392	423
유동성장기부채	145	31	32	32	32
비유동부채	94	97	92	92	93
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	82	86	80	80	80
부채총계	798	780	751	783	835
지배주주지분	955	1,085	1,255	1,455	1,679
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
자본조정등	-40	-43	-43	-43	-43
기타포괄이익누계액	-30	4	3	3	3
이익잉여금	582	681	852	1,051	1,275
비지배주주지분	145	156	166	183	201
자본총계	1,100	1,241	1,421	1,638	1,880
비이자부채	227	286	260	273	294
총차입금	571	494	491	510	541
순차입금	407	301	285	159	61

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,415	9,470	14,325	16,564	18,715
BPS	74,580	84,685	97,982	113,556	131,033
DPS	490	1,250	1,000	1,250	1,250
밸류에이션(배)					
PER	30.9	29.6	21.2	18.4	16.2
PBR	4.7	3.3	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	15.6	12.9	13.0	11.8	10.9
성장성지표(%)					
매출증가율	12.0	0.3	4.7	11.9	7.0
EPS증가율	76.6	-17.0	51.3	15.6	13.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	16.0	11.9	15.7	15.7	15.3
ROA	8.7	7.2	9.4	10.0	10.0
ROIC	14.0	12.1	16.8	19.0	19.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	72.6	62.9	52.8	47.8	44.4
순차입금 비율(%)	37.0	24.3	20.1	9.7	3.2
이자보상배율(배)	7.7	8.9	12.6	14.0	14.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.6	7.4	7.0	8.3	8.3
재고자산회전율	5.4	5.1	5.2	5.6	5.7
총자산회전율	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	265	283	288
당기순이익	165	140	197	229	258
비현금성 비용 및 수익	166	179	109	87	75
유형자산감가상각비	86	86	74	64	57
무형자산상각비	12	12	10	8	6
운전자본변동	-57	-90	-7	-24	-38
매출채권등의 감소	-3	-61	33	-11	-17
재고자산의 감소	-17	2	-3	-16	-25
매입채무등의 증가	6	-10	4	2	4
기타 영업현금흐름	-57	-36	-34	-9	-7
투자활동 현금흐름	-183	25	-243	-149	-187
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-39	-52	-113	-144
유형자산의 감소	3	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-16	-23	-36	-15	-10
투자자산의 감소(증가)	-134	1	-9	-8	-13
기타	-9	86	-146	-13	-20
재무활동 현금흐름	-127	-94	-8	12	27
차입금의 증가(감소)	0	30	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-127	-124	-8	12	27
기타 및 조정	1	13	-1	0	0
현금의 증가	-92	137	13	146	128
기초현금	147	55	192	205	351
기말현금	55	192	205	351	479

Not Rated

디앤디파마텍 (347850)

MASH와 경구용 비만 치료제로 원투펀치

목표주가	-
현재가 (9/1)	140,200원
KOSDAQ (9/1)	785.00pt
시가총액	1,517십억원
발행주식수	10,821천주
액면가	500원
52주 최고가	157,400원
최저가	30,650원
60일 일평균거래대금	44십억원
외국인 지분율	2.4%
배당수익률 (2024.12)	0.0%
주주구성	
이슬기 외 10 인	20.62%
한국증권금융	5.38%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	15%	175%	277%
절대기준	17%	191%	286%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(23)	999	-	-
EPS(24)	-740	-	-

디앤디파마텍 상대주가 (%)

MASH 치료제 DD01 12주차 간 지방 감소 입증

디앤디파마텍의 MASH 치료제 후보물질 DD01은 GLP-1/Glucagon 이중 작용제로, 2025년 6월 미국 임상 2상 12주차 중간 분석에서 간 지방 함량 30% 이상 감소 환자 비율은 75.8%로 위약군(11.8%) 대비 유의미한 개선을 보였으며, 평균 간 지방 감소율은 62.3%로 위약군(8.3%) 대비 뚜렷한 효능을 입증했다($p<0.0001$). 다른 MASH 치료제 후보물질과 비교해 상대적으로 짧은 기간 내 높은 간 지방 감소 효과가 확인되며 주가 상승을 견인했다.

오는 9월에는 24주차 비침습적 간 섬유화 바이오마커 데이터, 2026년 상반기에는 48주차 조직생검 기반 MASH 개선 데이터 발표가 예정되어 있다. 동사는 앞서 확인한 간 지방 감소 데이터를 기반으로 기술이전을 추진 중이어서, 임상 데이터 발표와 함께 기대감이 확대될 전망이다.

경구용 GLP-1 파이프라인, 연내 임상 발표 기대

동사의 파트너사인 미국 바이오텍 기업 멧세라(Metsera)는 경구용 GLP-1 작용제 MET-097o/MET-224o의 임상 1/2상에서 체중 감량 및 내약성 데이터를 연내 확보할 계획이다. 디앤디파마텍의 펩타이드 경구화 플랫폼인 오랄링크가 적용된 MET-002o는 최적 제형을 찾는 프로토타입으로 임상 1상 진행 중이며, 향후 MET-224o에 적용될 예정이다. 또한 MET-097o는 MET-097i의 경구 제형으로, 긴 반감기 특성을 활용해 적은 용량으로도 장기간 효능 유지가 가능할 것으로 기대한다. 특히 GLP-1 공급 부족 상황에서 저용량·고효능 구현은 원료 절감 및 대량 생산 측면에서 경쟁 우위를 확보할 수 있어, 이번 임상 1/2상 데이터는 오랄링크의 플랫폼 기술력을 입증할 핵심 모멘텀이 될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	0	1	1	16	8
영업이익	-12	-19	-16	3	-10
세전이익	-11	-17	-240	11	-7
당기순이익	-11	-17	-240	9	-8
EPS(원)	-1,398	-2,063	-27,142	999	-740
증가율(%)	-155.9	47.6	1,215.4	-103.7	-174.0
영업이익률(%)	0	-1,900.0	-1,600.0	18.8	-125.0
순이익률(%)	0	-1,700.0	-24,000.0	56.3	-100.0
ROE(%)	-6.0	-5.9	-144.2	13.2	-7.1
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-65.7
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2
EV/EBITDA	4.0	1.3	0.0	-3.3	-52.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

DD01, 24주 · 48주 데이터 발표 모멘텀 지속

F1~F3 MASH / MASLD 환자 대상 미국 임상 2상

디앤디파마텍의 주요 후보물질 DD01은 GLP-1/Glucagon 이중 작용제로, 주 1회 주사 제형으로 개발 중이다. 현재 미국에서 MASH/MASLD 환자 67명을 대상으로 임상 2상을 진행 중이며 과체중 · 비만을 동반한 MASLD 환자의 F1~F3 MASH 환자군을 대상으로 한다.

12주차 중간 분석 결과, 간 지방 30% 이상 감소한 환자 비율 75.8% 달성

12주차 중간 결과에서 MRI-PDFF 기준 간 지방 함량 30% 이상 감소 환자 비율은 75.8%로 위약군(11.8%) 대비 유의미한 개선을 보였으며, 간 지방 함량의 평균 감소율은 62.3%로 위약군(8.3%) 대비 뚜렷한 효능을 입증했다($p<0.0001$). 또한 5% 이상 체중이 감소한 환자 비율은 42.4%, 당화혈색소는 0.33%p 감소하는 등 대사 개선 효과도 확인됐다. DD01은 GLP-1과 Glucagon의 비율은 11:1로, 다른 GLP-1/GCG 이중 작용제 대비 GLP-1 비중이 높아 혈당 개선 효과가 상대적으로 높았으며, 제2형 당뇨 환자서 혈당 감소 효과가 -1.03%p(n=3) 감소하는 결과를 보였다.

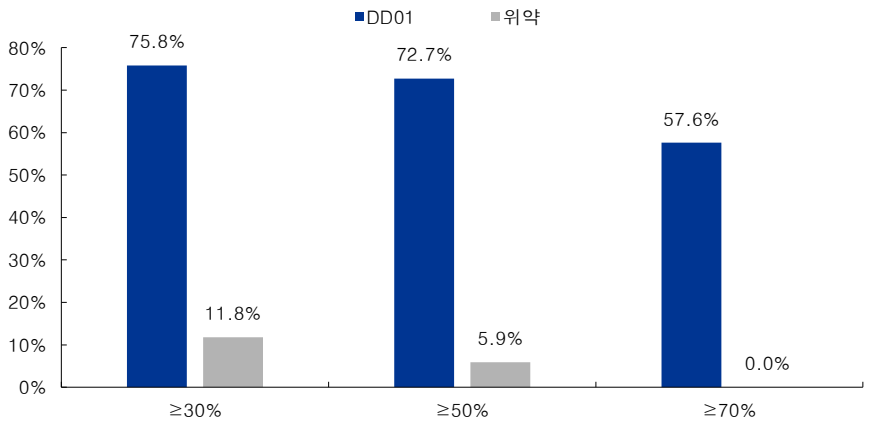
경쟁 약물 서보듀타이드 대비 긴 반감기로 단기간 내 높은 간 지방 감소 효과 확인

투여 방식은 초기 2주간 20mg, 이후 3주차부터 40mg으로 증량하는 프로토콜이며, 단기간 내 높은 간 지방 감소 효과를 확인했다. 약동학적으로 최고농도 도달 시간(Tmax)은 108시간, 반감기는 8일로 베링거인겔하임의 서보듀타이드(24시간, 6일) 대비 긴 반감기가 안전성과 내약성 개선에 기여한 것으로 보인다. 이는 페길레이션 기술을 적용해 반감기를 연장하고 부작용을 최소화한 결과다.

9월 중 24주차 섬유화 바이오마커 데이터 2026년 상반기 MASH 개선 데이터 도출 예정

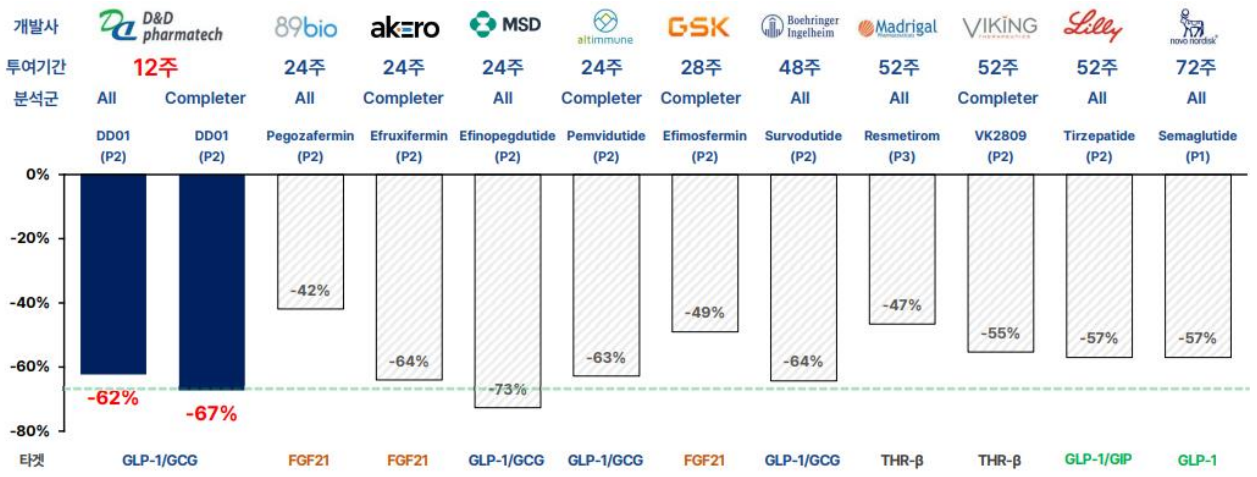
향후 주요 데이터 발표 일정은 9월 중 24주차 섬유화 바이오마커와 체중 감량 데이터 발표, 2026년 상반기 48주차 간 지방 감소율 및 조직생검 기반 MASH 개선 데이터 공개가 예정되어 있다. 특히 동사는 12주차 데이터를 기반으로 기술이전을 추진하고 있어 데이터 발표 전후 관련 기대감은 계속해서 이어질 전망이다.

그림 34. DD01의 12주차 지방간 감소 환자 비율



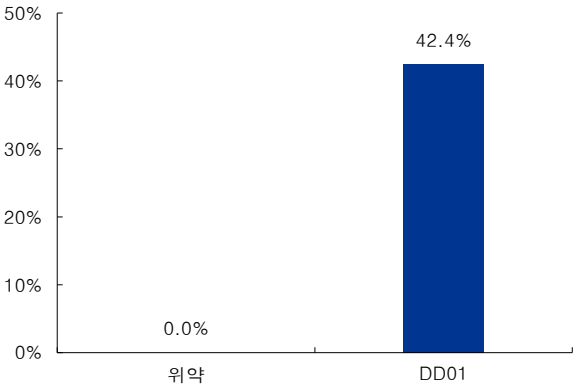
자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

그림 35. 평균 간 지방 감소율 비교



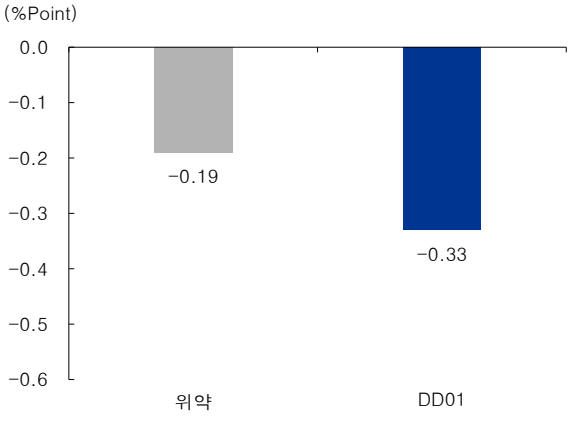
자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권
주: DD0140 mg, Efinopegdutide10 mg, Pegozafermin44mg(Q2W), Efruxifermin50mg, Pemvidutide1.8mg, Efimosfermin300mg, Resmetirom100 mg, Tirzepatide15mg, Survodutide6 mg, VK2809 10mg, Semaglutide 0.4 mg

그림 36. DD01 12주 투여 후 5% 이상 체중 감소 환자 비율



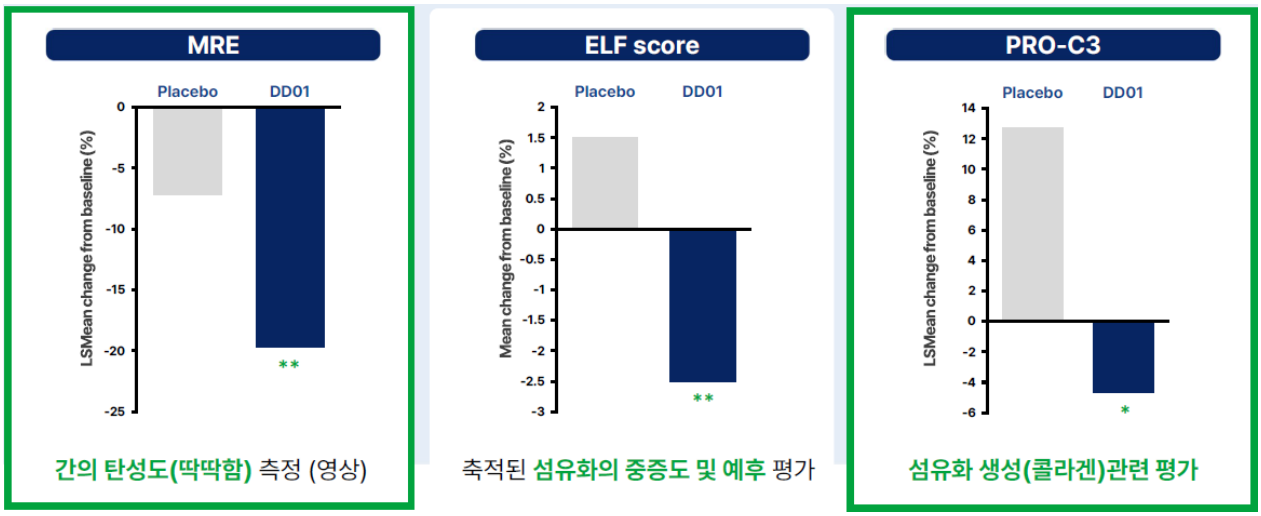
자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

그림 37. DD01 12주 투여 후 당화혈색소 감소 결과



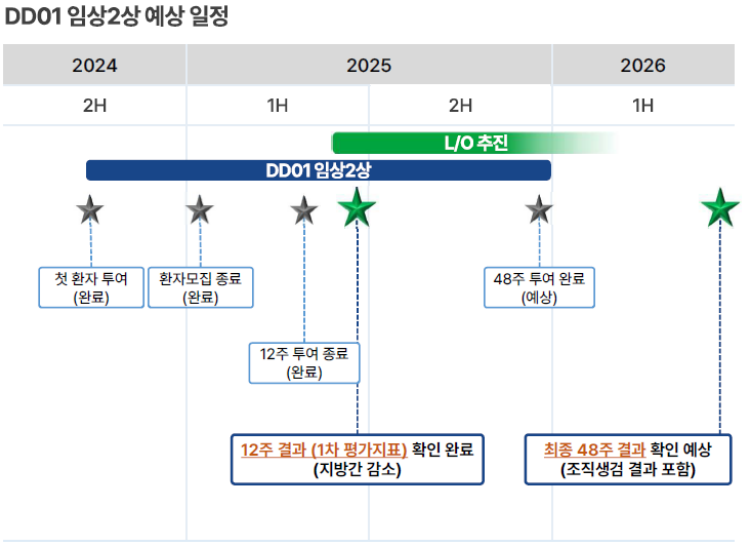
자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

그림 38. 디앤디파마텍 MASH 치료제 DD01 12주 투여 후 섬유화 바이오마커 결과 확인



자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권
주: *p<0.05, **p<0.01

그림 39. 디앤디파마텍 MASH 치료제 DD01 임상 2상 진행 현황 및 결과 확인 일정



시기		예상 일정	완료 여부	비고
2024년	8월	첫 환자 투여	✓	-
	1월	환자모집 종료	✓	-
	4월	전체 환자 12주 투여 완료	✓	-
2025년	6월	12주 결과 확인 완료 (1차 평가지표)	✓	공시 대상
	12월	전체 환자 48주 투여 완료		-
2026년	6월	48주 결과 (조직생검 결과 포함)		공시 대상

자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

경구용 GLP-1 작용제 연내 임상 1상 데이터 도출

경구용 GLP-1 작용제, 미국 바이오텍 멧세라에 기술 이전

동사는 미국 바이오텍 기업 멧세라(Metsera)에 경구용 펩타이드 비만 치료제 6개를 총 8억 355만 달러 규모로 기술이전했다. 이 중 핵심 파이프라인은 경구용 GLP-1 작용제인 MET-097o/MET-224o으로 현재 비임상(IND-enabling) 단계이며, 파트너사인 멧세라는 연내 임상 1/2상 개시 후 4주차 체중감량 효능 및 내약성 데이터를 확보할 계획이다.

노보 노디스크의 리벨서스 생체이용률 약 0.8%에 불과

대표적인 경구용 GLP-1 작용제는 노보 노디스크의 리벨서스(Rybelsus)다. 리벨서스는 Semaglutide와 흡수촉진제 SNAC이 함께 포함되어 있어, 위산과 펩신으로부터 펩타이드를 보호하고 흡수를 촉진한다. 그러나 주사제형에 비해 체내 흡수율은 매우 낮아 권장 복용 조건(식전 물 120ml 이하와 함께 복용, 복용 후 30분 금식)에서도 생체이용률은 약 0.8% 수준에 불과하다.

펩타이드 경구화 플랫폼 오랄링크는 리벨서스 대비 12.5배 높은 흡수율 확인

이에 비해 동사의 펩타이드 경구화 플랫폼인 오랄링크(ORALINK)는 비오틴 결합으로 소장 흡수율을 높이고 투과 촉진제 · 지질화 · 리간드화를 통해 안전성과 체내 지속시간을 강화했으며, 음식과 물 섭취에 따른 영향을 최소화해 복약 편의성을 개선했다. 동사의 기존 경구용 GLP-1 작용제 DD02S는 비글견 실험에서 리벨서스 대비 12.5배 높은 5%의 흡수율을 보였다.

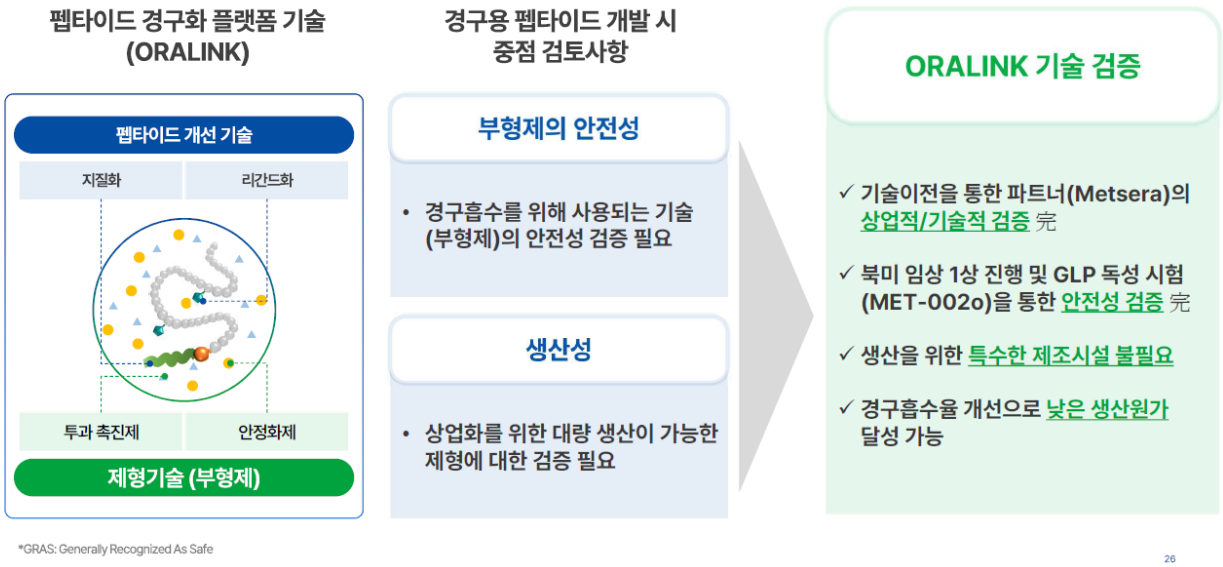
긴 반감기와 높은 흡수율 기대

동사의 경구용 GLP-1 파이프라인 강점은 긴 반감기를 가진 펩타이드 설계와 소장 전달 기술을 통해 낮은 용량에서도 장기간 효능을 유지할 수 있다는 점이다. MET-097o는 멧세라의 주사제형 비만 치료제 후보물질 MET-097i를 경구제형으로 개발한 파이프라인이다. MET-097i는 반감기 18일로 0.6mg 투여만으로도 세마글루타이드 약 2.4mg과 동등한 효과를 보였다. 이러한 특성이 경구제형에서도 구현된다면, 적은 용량으로 동등한 효능을 유지하는 경쟁력을 확보할 것으로 기대한다. 또한 오랄링크 플랫폼이 처음 적용된 MET-002o는 임상 1상에서 최적 제형을 탐색하는 프로토타입으로 개발 중이며, 그 결과는 향후 MET-224o에 적용될 예정이다.

원료 절감 효과로 대량 생산과 원가 경쟁력 제고 기대

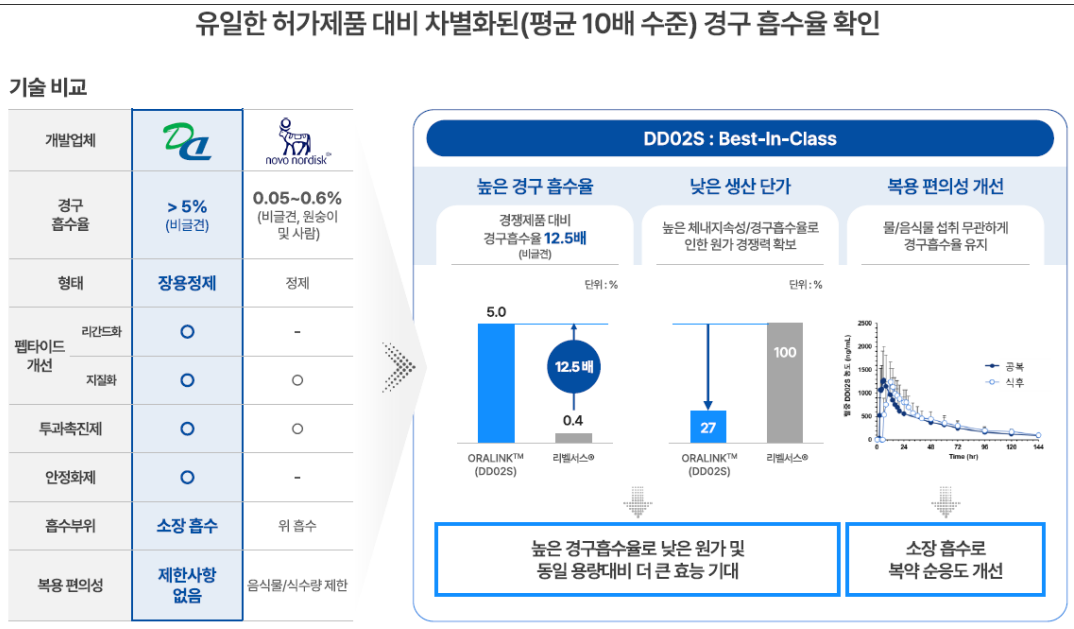
노보 노디스크의 경구용 세마글루타이드 25mg은 비만 적응증으로 2025년 말 미국 FDA의 허가 결정이 나올 것으로 예상되는 가운데, 멧세라는 하루 10mg 이하의 투여량을 목표로 한다. 전 세계적으로 비만 치료제 수요 급증으로 GLP-1 공급 부족 현상으로 이어지는 가운데, 경쟁 약물 대비 더 적은 용량으로 동등한 효능을 구현하면 원료 절감 효과로 대량생산과 원가 경쟁력 측면에서 우위를 확보할 것으로 전망한다.

그림 40. 경구용 펩타이드 제제 개발 시 고려 사항



자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

그림 41. 디앤디파마텍의 경구용 펩타이드 기술력



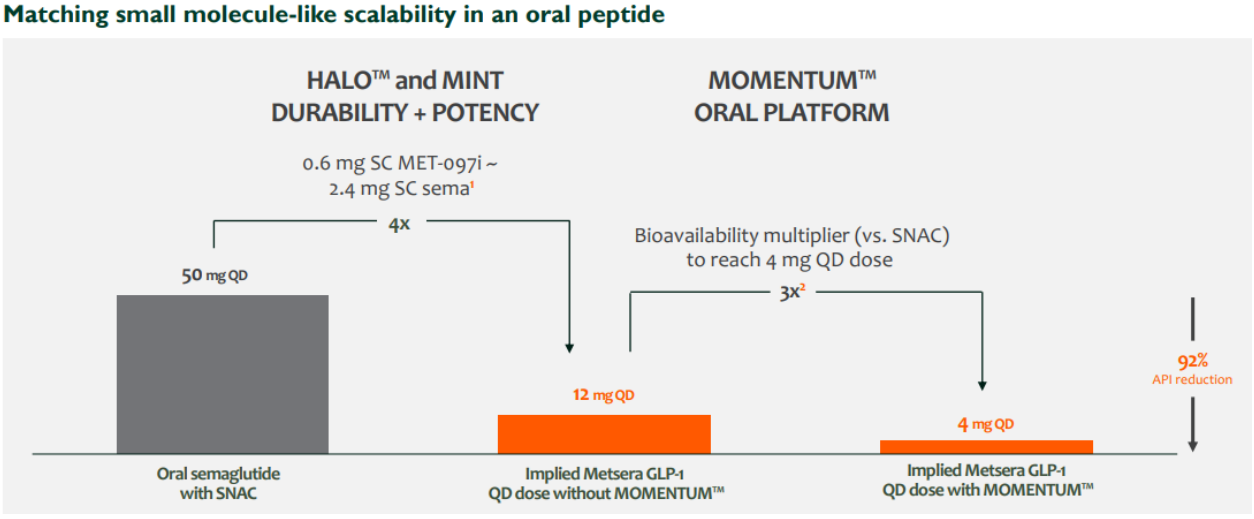
자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

그림 42. 멧세라의 R&D 파이프라인 현황

STRATEGY	PROGRAM Target / Mechanism	STAGE OF DEVELOPMENT DISCOVERY / IND / CTA-ENABLING / PHASE 1 / PHASE 2 / PHASE 3	ANTICIPATED MILESTONES
FULLY BIASED, MONTHLY GLP-1 RA	MET-097i *Fully Biased GLP-1 RA*	Phase 2b ongoing	VESPER-1 preliminary readout mid 2025; VESPER-3 preliminary readout YE 2025 / early 2026; VESPER-2 preliminary read-out early 2026
MONTHLY AMYLIN ANALOG + GLP-1 RA	MET-233i *Amylin Analog*	Phase 1/2a ongoing	Twelve-week preliminary read-out late 2025
	MET-233i + MET-097i *Amylin Analog + Fully Biased GLP-1 RA*	Phase 1/2a ongoing	Twelve-week preliminary readout YE 2025 / early 2026
ORAL PEPTIDE PLATFORM (MOMENTUM™)	MET-097$_o$ / MET-224$_o$ *Fully Biased GLP-1 RAs*	IND-enabling studies ongoing	Four-week preliminary readout of lead oral late 2025, after completion of IND-enabling studies and if successful in initiating study
	MET-002$_o$ *GLP-1 RA*	Phase 1 ongoing	
NEXT-GENERATION PROGRAMS	MET-034i *GIP RA*	IND-enabling studies ongoing	Preliminary tolerability readout late 2025, if successful in initiating study
	MET-067i *Glucagon Analog*	IND-enabling studies ongoing	
	MET-815i *MET-097i Prodrug*	IND-enabling studies ongoing	

자료: Metsera, IBK투자증권

그림 43. 경구용 펩타이드의 API를 리벨서스(경구용 세마글루타이드 50mg) 대비 90% 이상 줄여 대량 생산이 가능



자료: Metsera, IBK투자증권

디앤디파마텍 (347850)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	0	1	1	16	8
증가율(%)	na	na	-59.7	3,027.9	-48.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	1	1	16	8
매출총이익률 (%)	0	100.0	100.0	100.0	100.0
판관비	12	21	16	13	19
판관비율(%)	0	2,100.0	1,600.0	81.3	237.5
영업이익	-12	-19	-16	3	-10
증가율(%)	110.0	64.1	-18.6	-120.8	-409.5
영업이익률(%)	0	-1,900.0	-1,600.0	18.8	-125.0
순금융손익	-5	0	-2	-1	2
이자손익	-5	0	-2	0	1
기타	0	0	0	-1	1
기타영업외손익	5	3	-222	8	1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-11	-17	-240	11	-7
법인세	0	0	0	2	0
법인세율	0.0	0.0	0.0	18.2	0.0
계속사업이익	-11	-17	-240	9	-8
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-11	-17	-240	9	-8
증가율(%)	-168.6	51.1	1,314.9	-103.8	-182.0
당기순이익률 (%)	0	-1,700.0	-24,000.0	56.3	-100.0
지배주주당기순이익	-11	-17	-240	9	-8
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-11	-17	-240	9	-8
EBITDA	-11	-18	-15	4	-9
증가율(%)	115.4	69.3	-20.6	-129.1	-316.4
EBITDA마진율(%)	0	-1,800.0	-1,500.0	25.0	-112.5

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	46	60	20	16	34
현금및현금성자산	45	60	20	15	29
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	0	0	0	0	3
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	255	288	78	79	93
유형자산	3	2	2	1	3
무형자산	1	1	0	0	0
투자자산	251	285	75	78	89
자산총계	300	349	98	95	127
유동부채	3	60	46	3	3
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	34	19	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	4	3	2	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	5	64	49	5	6
지배주주지분	296	284	49	90	121
자본금	4	4	4	5	5
자본잉여금	267	267	267	296	335
자본조정등	6	11	15	18	17
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	19	2	-238	-229	-236
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	296	284	49	90	121
비이자부채	4	29	30	4	3
총차입금	1	35	19	1	3
순차입금	-44	-25	-1	-14	-27

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	-1,398	-2,063	-27,142	999	-740
BPS	36,773	32,162	5,496	9,668	11,440
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-65.7
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2
EV/EBITDA	4.0	1.3	0.0	-3.3	-52.8
성장성지표(%)					
매출증가율	208.7	1,332.0	-59.7	3,027.9	-48.0
EPS증가율	-155.9	47.6	1,215.4	-103.7	-174.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-6.0	-5.9	-144.2	13.2	-7.1
ROA	-3.7	-5.2	-107.6	9.5	-6.8
ROIC	10.4	158.2	1,002.9	-72.6	-234.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	1.5	22.5	101.3	5.7	4.9
순차입금 비율(%)	-14.9	-8.8	-2.0	-15.6	-22.3
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.0	0.0	0.0	0.0	5.3
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-6	-12	-14	3	-20
당기순이익	0	0	0	0	-8
비현금성 비용 및 수익	3	1	228	-5	1
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	2	4	-2	-2	-14
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-11	-17	-240	10	1
투자활동 현금흐름	-39	-32	-25	-8	-3
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-39	-32	-25	-8	-3
기타	0	0	-1	0	0
재무활동 현금흐름	0	59	0	0	37
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	36
기타	0	59	0	0	1
기타 및 조정	-1	-1	-1	0	0
현금의 증가	-46	14	-40	-5	14
기초현금	91	45	60	20	15
기말현금	45	60	20	15	29

Not Rated

올릭스 (226950)

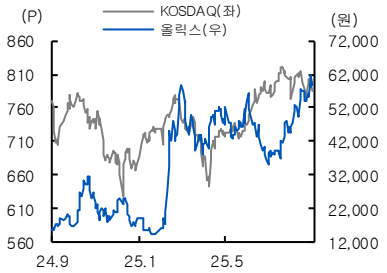
RNA간섭 플랫폼으로 차세대 MASH 치료제 개발

목표주가	-
현재가 (9/1)	58,800원
KOSDAQ (9/1)	785.00pt
시가총액	1,180십억원
발행주식수	22,086천주
액면가	500원
52주 최고가	61,800원
최저가	14,000원
60일 일평균거래대금	30십억원
외국인 지분율	5.8%
배당수익률 (2024.12)	0.0%
주주구성	
이동기 외 10 인	17.45%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	25%	-5%	264%
절대기준	27%	0%	272%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(23)	-1,184	-	-
EPS(24)	-2,389	-	-

올릭스 상대주가 (%)



일라이 릴리와 손을 잡다

올릭스의 MASH(대사이상지방간염)/비만 치료제 OLX702A는 2025년 2월 일라이 릴리에 총 9,117억 원 규모의 기술이전된 파이프라인이다. OLX702A는 RNA간섭 기반 MARC1 유전자 발현을 억제하는 기전이며, 동일 타깃 경쟁 약물로 노보 노디스크의 NN6581이 있다. 타임라인상 OLX702A가 개발에 한 발 앞서 있다는 점에 주목한다.

기술이전 계약금은 약 72억 원으로 추정되며, 올해 12월 임상 1상 종료 또는 내년 후속 개발 진전에 따른 유의미한 마일스톤 유입을 기대한다. 특히 임상 1상 MAD(다회투여) 디자인은 3개월 투여 간격으로 편의성을 높였고, GalNAc-asiRNA 플랫폼 기반으로 간세포에 정확하고 효율적인 전달이 가능해 높은 간 지방 감소 효과를 기대한다.

Dual 타겟팅을 통한 신약가치 상승 기대

일라이 릴리와의 계약 규모는 확대될 가능성이 열려 있다. 동사가 MARC1 외 추가 유전자를 동시에 표적하는 치료제 개발 시, 일라이 릴리가 우선권을 보유하고 있기 때문이다. 향후 Dual 타겟팅을 통해 MASH와 연관이 높은 비만·심혈관 질환으로 타깃을 확장할 경우, 단일 치료제로 다양한 환자군을 커버할 수 있어 차별화된 포지셔닝이 가능할 것으로 전망한다.

플랫폼 기반 비만 · 뇌질환 확장 전망

올릭스는 자가전달 비대칭 siRNA(cp-asiRNA) 플랫폼을 기반으로 지방조직 및 중추신경계(CNS) 영역까지 적응증 확장을 추진 중이다. 동사의 플랫폼 경쟁력은 로레알과 공동 연구 계약을 통해 입증되었으며, 지방조직 · CNS 후보물질의 임상 진입은 2026~2027년 가시화될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2	4	9	16	6
영업이익	-15	-25	-23	-18	-26
세전이익	-19	-31	-21	-19	-41
당기순이익	-18	-30	-20	-20	-41
EPS(원)	-1,362	-2,196	-1,292	-1,184	-2,389
증가율(%)	41.1	61.2	-41.2	-8.4	101.8
영업이익률(%)	-750.0	-625.0	-255.6	-112.5	-433.3
순이익률(%)	-900.0	-750.0	-222.2	-125.0	-683.3
ROE(%)	-38.9	-86.6	-45.2	-33.6	-120.5
PER	-36.9	-18.7	-15.7	-12.3	-8.1
PBR	14.0	27.0	5.0	4.9	20.4
EV/EBITDA	-45.3	-23.4	-12.2	-15.0	-15.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

릴리와 손잡고, 노보와 맞붙는다

Eli Lilly와 최대 9,117억 원 규모 기술이전 계약 체결

동사는 올해 2월 7일, 일라이 릴리(Eli Lilly)와 총 9,117억 원($630mn) 규모의 기술이전 계약을 체결하며 시장의 주목을 받았다. 기술이전된 물질은 MASH/비만 치료제 OLX702A로, 현재 호주에서 임상 1상 진행 중이며 표적 유전자인 MARC1을 타깃으로 개발되고 있다. 임상 1b상은 건강한 사람과 MASLD 환자 대상으로 단회투여(Single ascending dose, 이하 SAD) 및 다회투여(Multiple ascending dosd, 이하 MAD)로 진행된다. MASLD 환자 대상 SAD의 경우 20명을 3개의 용량군(45mg, 90mg, 200mg)으로 나눠 약 32주간 추적관찰을 진행한다. MAD는 코호트당 최대 4명을 대상으로 12주(약 3개월) 간격으로 총 2회 피하 투여하며, 두번째 투여 후 약 24주간 추적관찰을 실시한다. MASH 치료제 후보물질이 대체로 주 1회 투여 간격으로 개발되는 상황에서, 투약 간격을 더 연장할 수 있는 제형은 환자 편의성을 크게 높일 수 있어 경쟁 우위를 확보할 수 있다고 판단한다.

경쟁약물은 노보 노디스크의 NN6581로 임상 1상 진행 중

경쟁약물인 노보 노디스크의 NN6581은 건강한 피험자와 간 지방증(hepatic steatosis) 환자를 대상으로 임상 1상을 진행 중이며, SAD는 10mg부터 1000mg까지 6개의 코호트로 올릭스 임상 대비 높은 용량을 투여한다. 이에 따라 OLX702A가 더 낮은 용량에서도 효능을 입증할 수 있을지가 관전 포인트이며, 임상 개발 타임라인도 올릭스가 한 발 앞서 있다는 점이 부각된다. 올릭스의 임상 1상 종료 후 후속 임상과 상업화는 일라이 릴리가 담당하며, 내년 신규 임상 진전과 마일스톤 유입 모멘텀을 기대한다. 금번 반기 보고서상 계약금 규모는 약 72억 원으로 추정되며, 단기 마일스톤은 의미 있는 수준이 될 것으로 예상한다.

표 17. 개발 예상 타임라인 비교

코드명	2025년	2026년
OLX702A	임상 1상(SAD & MAD) 종료	임상 2상 개시 예상
NN6581	임상 1상 SAD 종료	임상 1상 MAD 종료

자료: Clinicaltrials.gov, 올릭스, IBK투자증권

GalNAc-asiRNA 플랫폼 적용

OLX702A는 GalNAc-asiRNA 플랫폼을 적용한 치료제로, 간세포 표면에 특이적으로 발현되는 ASGPR 수용체(Asialoglycoprotein receptor)에 결합하는 GalNac의 특성을 활용했다. 이 플랫폼은 간 세포로 정확하고 효율적으로 약물 전달이 가능해, 다른 조직에 대한 약물 노출을 줄이고 부작용을 최소화하는 장점이 있다. GalNac 플랫폼은 이미 상업화에 성공한 기술로, 정맥주사(IV)가 필요했던 초기 RNAi 치료제와 달리 피하주사 제형(SC)으로 개발이 가능해 환자의 편의성을 높였다.

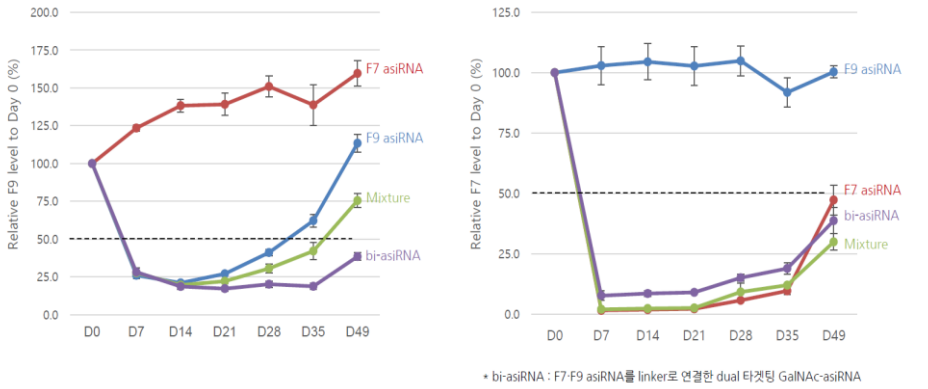
단회 투여만으로 최대 70% 간 지방 감소

2024년 11월 동사는 OLX702A 임상 1상 중간 데이터를 공개했다. MASLD 환자를 대상으로 한 SAD 코호트에서 투여 후 84일 추적 관찰한 결과, 한 피험자는 간 지방 함량이 최대 약 70% 수준까지 감소했으며 일부 환자들은 1~2개월 만에 간 지방 함량이 5% 이하의 정상 수준으로 낮아졌다.

Dual 타겟팅 GalNAc 플랫폼 기반 계약 규모 확장 가능성도 보유

동사는 Dual 타겟팅 GalNAc 플랫폼을 기반으로 두 개의 표적 유전자를 동시에 억제하는 bi-asiRNA 기술을 보유하고 있다. MACR1 외 추가 표적을 결합하는 치료제 개발 시, 일라이 릴리가 우선적 권리를 보유하고 있어 계약금 증액이나 별도 계약 체결 가능성도 열려 있다. Dual 타겟팅을 통해 MASH와 연관이 높은 비만 · 심혈관 질환으로 타깃을 확장할 경우, 단일 치료제로 다양한 환자군을 커버할 수 있어 차별화된 포지셔닝이 가능할 것으로 전망한다. bi-asiRNA 기술은 F7과 F9 유전자 발현을 동시에 억제하며, 기존 두 종류의 GalNAc-siRNA 혼합군(Mixture) 대비 비열등성을 입증한 바 있다.

그림 44. Dual 타겟팅 GalNAc 플랫폼



자료: 올릭스, IBK투자증권

플랫폼의 확장성 기대

자가전달 asiRNA 기반 지방조직, CNS 적응증 확장 기대

올릭스의 자가전달 asiRNA(cp-asiRNA) 플랫폼 기반으로 지방조직과 중추신경계(CNS) 질환으로 적응증을 확장하고 있다. 비만 치료제 영역에서는 내장 지방만 선택적으로 타깃해 기존 GLP-1 계열 치료제의 근감소 부작용을 보완할 수 있을 것으로 기대한다. 또한 중추신경계(CNS) 질환 영역에서는 아밀로이드 베타 또는 타우 단백질을 원천적으로 차단하거나 세포 내 축적을 제거하는 기전을 통해 알츠하이머 · 파킨슨 등 적응증 개발에 강점으로 작용할 수 있다. 현재 동사는 siRNA의 뇌 전달을 위해 BBB(뇌혈관장벽) 투과 기술 기업들과 공동 연구를 검토 중이며, 신규 적응증 후보물질의 임상 진입은 2026년~2027년에 가시화될 것으로 예상한다.

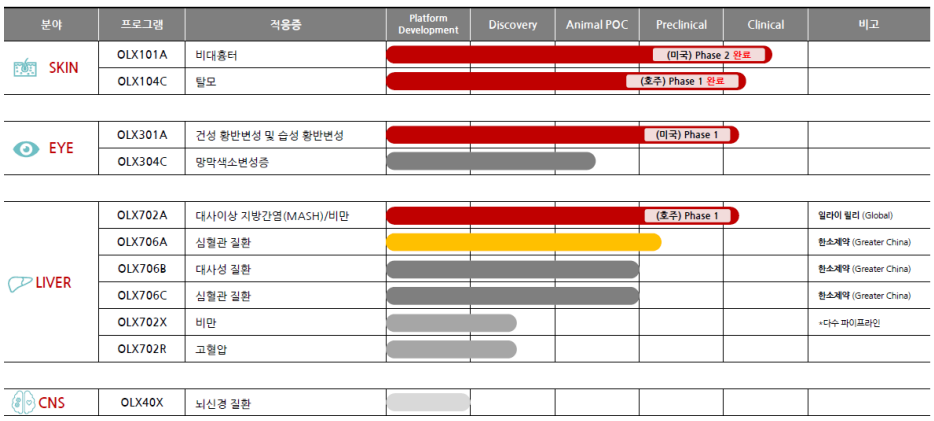
로레알과 피부 및 모발 재생 공동 연구 계약으로 기술력 입증

자가전달 asiRNA 플랫폼의 기술 경쟁력은 2025년 6월 로레알과 체결한 피부 및 모발 재생을 위한 공동 연구 계약을 통해 입증되었다고 판단한다. 계약 규모는 비공개이나, 동 계약의 선급금은 약 125억 원으로 추정되어 의미 있는 수준이다. 동사는 siRNA 기반 기술을 활용해 피부 및 모발 재생 분야의 공동 연구개발을 수행하며 로레알은 연구 결과물에 대한 자문을 제공한다. 이는 현재 개발 중인 피부 및 탈모 관련 적응증과 연계된 계약으로 해석된다.

남성형 탈모치료제 후보물질은 임상 1a/2b상 진입 예정

자가전달 asiRNA 플랫폼을 적용한 파이프라인 중 남성형 탈모 치료제 OLX104C는 안드로겐 수용체를 타깃으로 개발 중이다. 기존 치료제 피나스테리드가 호르몬 불균형으로 성 관련 부작용을 유발하는 것과 달리, OLX104C는 두피에 직접 투여해 전신 노출을 최소화함으로써 부작용 가능성이 낮다. 호주 임상 1a상에서 안드로겐성 탈모 남성 25명을 대상으로 단회 투여한 결과, 안전성과 내약성을 확인했으며 연내 임상 1b/2a상 진입이 기대된다.

그림 45. 핵심 파이프라인 현황



자료: 올릭스, IBK투자증권

올릭스 (226950)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2	4	9	16	6
증가율(%)	118.9	51.1	153.8	73.2	-65.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2	4	9	16	6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판관비	17	29	32	34	31
판관비율(%)	850.0	725.0	355.6	212.5	516.7
영업이익	-15	-25	-23	-18	-26
증가율(%)	11.4	68.8	-9.2	-21.1	44.0
영업이익률(%)	-750.0	-625.0	-255.6	-112.5	-433.3
순금융손익	-4	-6	-7	1	-4
이자손익	0	-2	-1	-2	-4
기타	-4	-4	-6	3	0
기타영업외손익	0	0	8	-1	-12
종속/관계기업손익	0	0	0	-1	-1
세전이익	-19	-31	-21	-19	-41
법인세	-1	-1	-1	1	0
법인세율	5.3	3.2	4.8	-5.3	0.0
계속사업이익	-18	-30	-20	-20	-41
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-18	-30	-20	-20	-41
증가율(%)	42.5	67.8	-33.5	-0.6	106.5
당기순이익률 (%)	-900.0	-750.0	-222.2	-125.0	-683.3
지배주주당기순이익	-18	-30	-20	-20	-41
기타포괄이익	0	0	5	-3	-9
총포괄이익	-18	-30	-15	-23	-50
EBITDA	-14	-24	-22	-17	-25
증가율(%)	10.7	71.0	-9.5	-22.2	46.9
EBITDA마진율(%)	-700.0	-600.0	-244.4	-106.3	-416.7

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	68	45	62	27	12
현금및현금성자산	11	28	3	8	3
유가증권	55	15	53	10	0
매출채권	0	0	0	3	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	14	40	69	74	62
유형자산	5	30	31	39	50
무형자산	3	2	2	2	2
투자자산	6	7	35	32	11
자산총계	82	85	131	101	74
유동부채	5	38	40	7	34
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	16	19	0	4
비유동부채	29	27	23	43	23
사채	14	0	0	15	0
장기차입금	0	20	20	20	21
부채총계	34	64	63	50	56
지배주주지분	49	21	68	51	17
자본금	7	7	8	8	9
자본잉여금	91	92	151	157	175
자본조정등	2	3	4	5	6
기타포괄이익누계액	0	0	4	1	-7
이익잉여금	-51	-81	-101	-121	-166
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	49	21	68	51	17
비이자부채	20	28	24	15	31
총차입금	14	36	39	35	25
순차입금	-52	-6	-17	17	22

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	-1,362	-2,196	-1,292	-1,184	-2,389
BPS	3,587	1,520	4,043	2,998	945
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-36.9	-18.7	-15.7	-12.3	-8.1
PBR	14.0	27.0	5.0	4.9	20.4
EV/EBITDA	-45.3	-23.4	-12.2	-15.0	-15.4
성장성지표(%)					
매출증가율	118.9	51.1	153.8	73.2	-65.5
EPS증가율	41.1	61.2	-41.2	-8.4	101.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-38.9	-86.6	-45.2	-33.6	-120.5
ROA	-27.7	-36.0	-18.5	-17.2	-46.9
ROIC	-440.5	-366.0	-141.5	-73.3	-130.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.2	308.0	93.6	99.2	324.0
순차입금 비율(%)	-106.1	-28.6	-25.0	33.3	129.4
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	152.7	9.3	3.3
재고자산회전율	8.2	31.3	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-2	-18	-28	-22	-22
당기순이익	-18	-30	-20	-20	-41
비현금성 비용 및 수익	5	9	0	5	18
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	10	4	-8	-7	1
매출채권등의 감소	0	0	0	-3	3
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	1	-1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-33	14	-53	32	-3
유형자산의 증가(CAPEX)	0	25	1	8	14
유형자산의 감소	0	0	0	0	5
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	8	0	-13	-2	-4
기타	-41	-11	-41	26	-18
재무활동 현금흐름	42	20	57	-5	20
차입금의 증가(감소)	0	20	0	0	5
자본의 증가	12	0	0	0	0
기타	30	0	57	-5	15
기타 및 조정	-1	1	0	0	0
현금의 증가	6	17	-24	5	-5
기초현금	5	11	28	3	8
기말현금	11	28	3	8	3

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

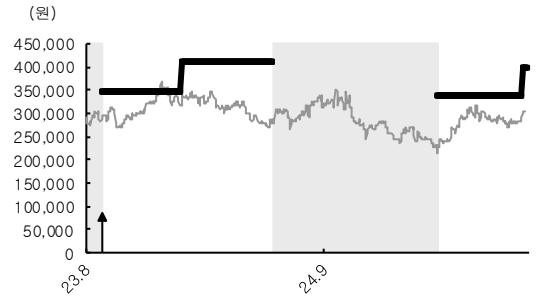
투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

한미약품



추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.09.25	매수	348,302	-10.78	5.22
2024.02.05	매수	410,000	-26.25	-14.51
2025.02.05	1년경과	410,000	-39.10	-34.27
2025.04.07		담당자변경	-	-
2025.04.07	매수	340,000	-17.85	-6.91
2025.09.02	매수	400,000		

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.