

에이비엘바이오 (298380)



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BBB셔틀 경쟁력을 확인할 시기

BBB 셔틀에 우호적인 분위기

로슈가 Tfr 기반 BBB 셔틀이 적용된 Trontinemab의 고무적인 임상 결과를 공개하면서 BBB 셔틀의 필요성은 더욱 높아지고 있는 추세. Trontinemab은 Amyloid plaque를 빠르고 강하게 감소시키면서도 Amyloid 항체 약물들의 공통적인 부작용인 ARIA도 현저하게 적은 빈도로 발생.

4월 Eisai는 BioArctic의 Tfr 셔틀이 적용된 BAN2802에 대한 평가와 향후 L/O 옵션이 가능한 계약을 체결. 10월 Abbvie도 Aliada therapeutics를 14억 달러에 인수하며 Tfr/CD98 기반의 BBB 셔틀 플랫폼과 적용 파이프라인을 확보.

Grabody-B만의 경쟁력 확인할 시점

동사의 BBB 셔틀 플랫폼인 Grabody-B는 IGF1R을 매개 수용체로 사용하고 있으며 이는 현재 주류 BBB 셔틀이 Tfr을 매개 수용체로 사용하고 있는 것과 차별화. 철분 수송과 관계된 Tfr은 빈혈 등의 부작용의 원인이 되는 것으로 보이며 Trontinemab의 임상 결과에서도 최대 31.2%의 빈혈 발생.

Grabody-B는 Tfr이 아닌 IGF1R을 매개 수용체로 사용함에 따라 빈혈 가능성은 낮을 것으로 보이며 IGF1R 수용체 사용으로 인한 고혈당증 발생 여부 등에 주목할 필요가 있음. 1H25 데이터 공개가 예상되는 ABL301 임상 1상 결과를 통해 Grabody-B의 안전성과 약물 전달 등을 확인할 수 있을 것으로 예상하며, 임상 결과 공개 이후 Grabody-B 플랫폼 기술 이전도 가속화될 것으로 판단.

매수 의견 및 목표 주가 6만원 유지

매수 의견과 목표 주가 6만원을 유지. 동사는 ABL301을 통한 Grabody-B 검증을 앞두고 있으며, 다수 4-1BB 기반 이중 항체도 임상 결과를 공개하며 경쟁력을 확인 중. Grabody-B와 Grabody-T 모두 임상 결과를 기반으로 기술 이전 가능할 것으로 기대.

BUY (M)

목표주가 **60,000원 (M)**

현재주가 (11/20) **28,950원**

상승여력 **107%**

시가총액	13,910억원
총발행주식수	53,825,985주
60일 평균 거래대금	771억원
60일 평균 거래량	2,193,266주
52주 고/저	41,350원 / 19,080원
외인지분율	10.63%
배당수익률	0.00%
주요주주	이상훈 외 12인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(26.1)	(7.5)	51.7
상대	(18.4)	6.6	80.7
절대 (달러환산)	(27.2)	(11.3)	40.9

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	67	66	37	77
영업이익	1	-3	-32	-29
지배순이익	3	-3	-32	-29
PER	353.4	-369.4	-43.0	-48.3
PBR	16.4	13.2	8.6	10.3
EV/EBITDA	339.3	-34,773.3	-41.6	-45.1
ROE	4.6	-3.7	-25.3	-17.3

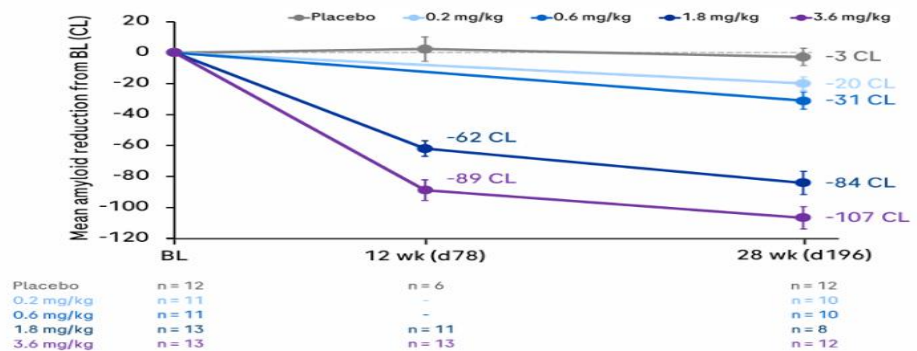
자료: 유안타증권

BBB 셔틀 필요성에 공감하는 빅파마들

Roche가 BBB 셔틀을 적용한 amyloid 항체인 Trontinemab의 고무적인 임상 결과를 공개하면서 BBB 셔틀의 필요성에 대해 공감하는 빅파마들은 늘어나고 있다. Aducanumab(Aduhelm), Lecanemab(Leqembi)을 개발한 Eisai는 4월 BioArctic이 알츠하이머 치료제로 개발 중인 BAN2802에 대한 평가 및 향후 L/I 옵션 계약을 체결했다. BAN2802는 BioArctic의 TfR(Transferrine Receptor) 기반 BBB 셔틀 플랫폼인 BrainTransporter가 적용된 파이프라인으로 향후 평가를 거쳐 파이프라인 도입 여부를 결정할 예정이다. 뇌신경 분야로 영향력을 확대하고 있는 Abbvie도 10월 Aliada Therapeutics를 인수하며 BBB 셔틀을 지지하고 있는 것으로 판단한다. Aliada는 TfR 외에도 CD98 수용체를 활용한 BBB 셔틀 기술인 MODEL 플랫폼이 있으며 리드 파이프라인으로는 ALIA-1758(3pE-A β 항체)을 개발하고 있다.

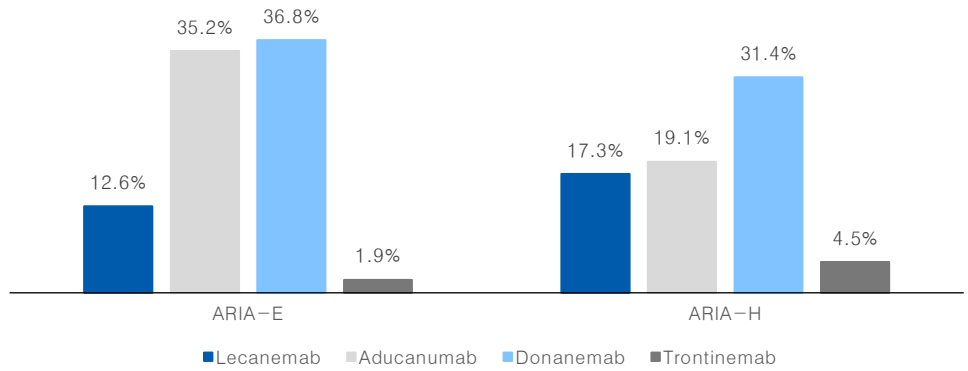
BBB 셔틀에 대한 긍정적인 분위기는 Trontinemab이 임상 시험에서 빠른 Amyloid plaque의 감소와 낮은 ARIA 발생 빈도를 보였기 때문으로 보인다. Gantenerumab과 작용 부위가 같은 Trontinemab은 3.6mg/kg에서 12주차에 plaque 감소가 89센틸로이드로 매우 빨랐다. 반면 Gantenerumab는 2개의 임상 3상에서 116주차 시점 plaque 감소는 66, 57에 불과했다. Amyloid plaque를 제거함으로써 뇌 신경 세포의 손상을 억제하는 기전 상 빠른 plaque 감소는 인지 능력 저하를 더욱 늦출 수 있을 것으로 예상된다.

Trontinemab 용량별 Amyloid 감소 추이



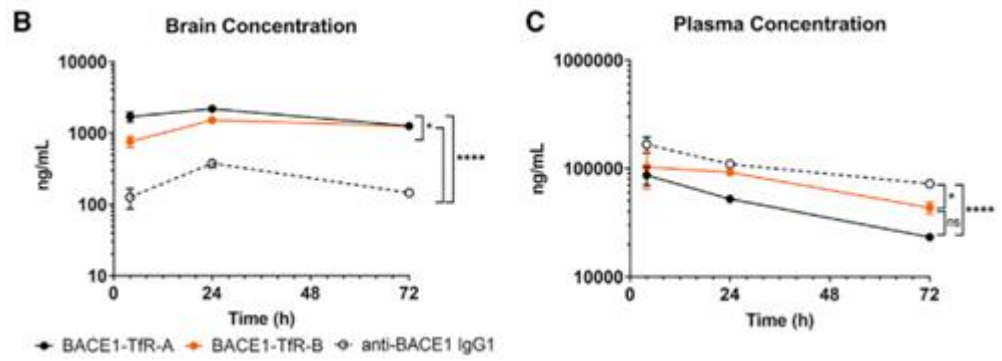
자료: Roche, 유안타증권 리서치센터

ARIA 발생률 비교



자료: Frontiers in neuroscience, Roche, 유안타증권 리서치센터

MODEL 플랫폼 적용시 뇌 내 농도 차이



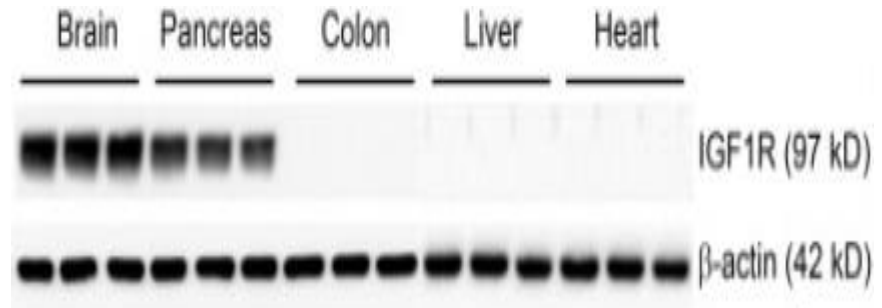
자료: CellPress, 유안타증권 리서치센터

Grabody-B 는 어떨까?

동사의 BBB 셔틀 플랫폼인 Grabody-B는 IGF1R(Insulin Growth Factor 1 Receptor)를 매개로 한 transcytosis를 통해 뇌 내로 약물을 전달하며 다수의 BBB 셔틀 플랫폼이 TfR을 매개 수용체로 사용하고 있는 것과 차이가 있다. 따라서 IGF1R 기반의 BBB 셔틀 플랫폼의 인체 안전성과 뇌 내로의 약물 전달 효율 등을 확인할 수 있는 초기 임상 결과 확인이 기술 가치와 기술 이전 등에서 중요할 것으로 판단한다.

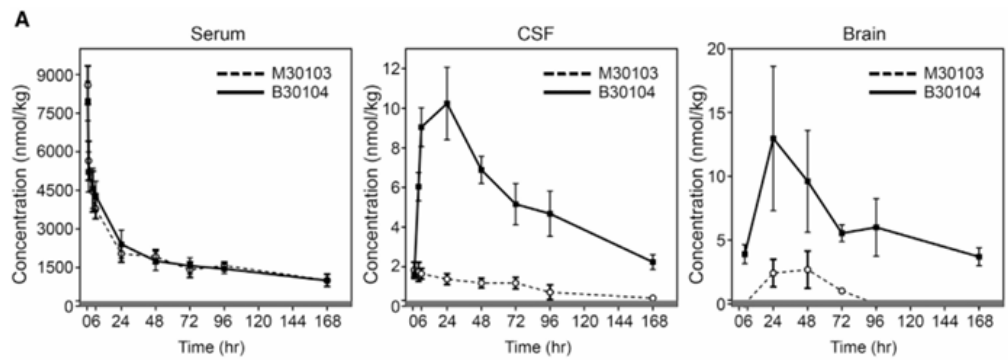
다양한 장기에 분포하는 TfR과는 달리 IGF1R은 대부분 뇌 또는 췌장에서 발현되며 기타 장기에서의 발현량은 미미하기 때문에 TfR 기반 BBB 셔틀에 비해 뇌에 대한 특이성이 더욱 크다. 또한 부작용 프로파일에서도 차이가 예상되는데 철분 수송에 관여하는 TfR은 적혈구 등에도 영향을 미치며 주요 부작용으로 빈혈 등이 보고되고 있다. Trontinemab의 임상 결과에서도 1.8mg/kg 코호트와 3.6mg/kg 코호트에서 빈혈 발생율은 각각 31.2%와 18.8%로 나타났다. 반면 IGF1R을 매개 수용체로 사용하는 Grabody-B는 빈혈 등의 부작용 가능성은 낮으나 IGF1R 수용체를 사용하는 특성상 고혈당(Hyperglycemia) 가능성이 있다. 이는 25년 1월 종료 예정인 ABL301의 임상 1상 결과를 통해 확인 가능할 것으로 예상하며, 최근 기술 이전 파트너사인 사노피가 임상 2상 준비를 위한 제조 기술 이전을 완료한 것으로 볼 때 임상 단계에서 부작용은 크지 않았을 것으로 추정한다.

주요 장기에서 IGF1R 발현량



자료: Cell Reports Methods, 유안타증권 리서치센터

Grabody-B 적용 약물 농도



자료: Cell Reports Methods, 유안타증권 리서치센터

Trontinemab 부작용 프로파일

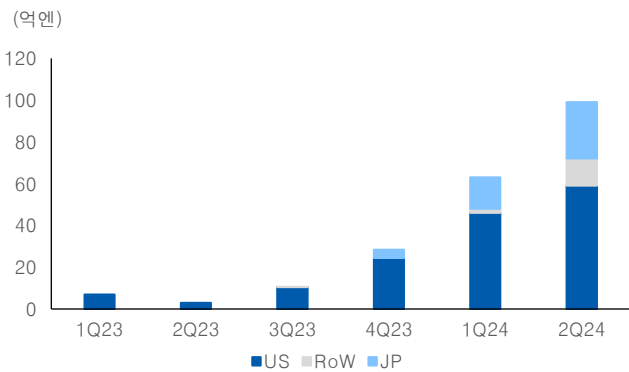
AE number(%)	PART 1 (n=60)				PART2 (n=100)	
	0.2mg/kg or Placebo (n=14)	0.6mg/kg or Placebo (n=14)	1.8mg/kg or Placebo (n=16)	3.6mg/kg or Placebo (n=16)	1.8mg/kg or Placebo (n=60)	3.6mg/kg or Placebo (n=40)
IRR	1(7.1%)	4(28.6%)	12(75.0%)	7(43.8%)	23(38.3%)	13(32.5%)
Anemia	1(7.1%)	0	5(31.2%)	3(18.8%)	8(13.3%)	0

자료: Rohce, 유안타증권 리서치센터

Grabody-B 기대 적응증인 알츠하이머

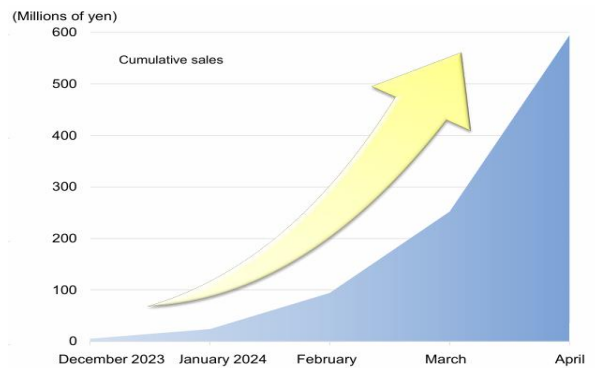
Grabody-B의 기대 적응증 중 하나인 알츠하이머 치료제 시장의 성장도 기술 가치를 높이는 요인이 될 것으로 예상된다. 23년부터 Lecanemab(Leqembi)가 판매를 시작했으며 7월 FDA는 Donanemab(Kisunla)을 승인하며 릴리도 판매를 시작했다. Lecanemab은 출시 전부터 주목을 받아왔으나 출시 첫해 약 43억엔의 매출을 기록하며 기대에 미치지 못하는 모습을 보였다. 그러나 23년 7월 정식 승인 이후 미국에서 빠르게 처방 실적이 증가하고 있고 24년부터 판매를 시작한 일본에서도 가파르게 처방이 증가하면서 Eisai 회계 기준 1Q24(4월~6월) Lecanemab은 63억엔의 매출을 기록했다. 2Q24 매출은 100억엔으로 Eisai는 FY24 Lecanemab 매출로 425억엔을 예상하고 있으며 29년 약 1조엔의 매출을 기록할 것으로 전망하고 있다. Lecanemab의 승인을 거부했던 CHMP도 최근 승인 권고로 입장을 바꾸면서 25년부터 유럽 판매도 시작할 예정이다. Lecanemab이 유의미한 매출을 보이기 시작하면서 알츠하이머 치료제와 BBB 셔틀에 대한 관심도 더욱 커질 것으로 예상된다.

Lecanemab 지역별 매출 추이



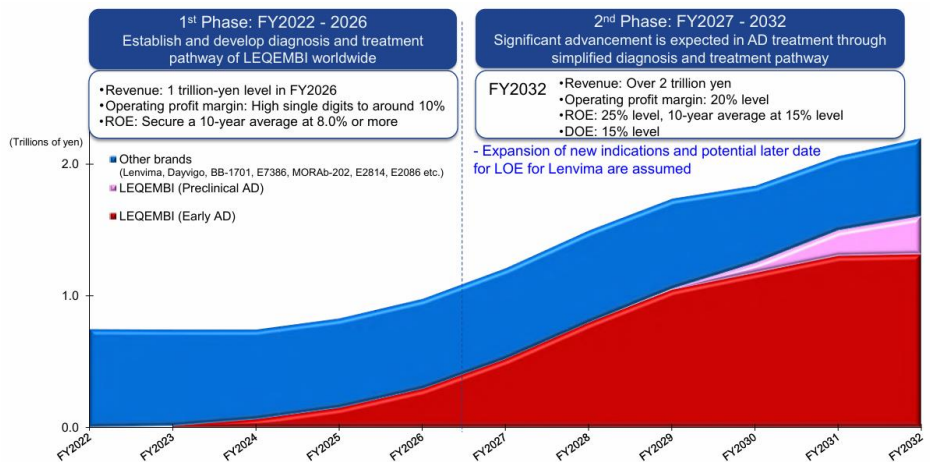
자료: Eisai, 유안타증권 리서치센터

Lecanemab 초기 일본 매출 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

Eisai 매출 전망



자료: Eisai, 유안타증권 리서치센터

에이비엘바이오 (298380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	67	66	37	77	50
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	67	66	37	77	50
판매비	66	68	70	106	103
영업이익	1	-3	-32	-29	-53
EBITDA	3	0	-31	-28	-53
영업외손익	2	0	0	1	0
외환관련손익	2	1	0	0	0
이자손익	-1	-1	0	1	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	3	-3	-32	-29	-54
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	3	-3	-32	-29	-54
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-3	-32	-29	-54
지배지분순이익	3	-3	-32	-29	-54
포괄순이익	3	-3	-33	-29	-54
지배지분포괄이익	3	-3	-33	-29	-54

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	72	-28	-58	-55	-81
당기순이익	3	-3	-32	-29	-54
감가상각비	2	2	2	1	1
외환손익	2	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	60	-33	-34	-34	-34
기타현금흐름	4	5	7	7	7
투자활동 현금흐름	-71	30	4	-5	4
투자자산	-38	37	0	-1	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-6	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-30	-1	4	-5	3
재무활동 현금흐름	5	1	137	-2	27
단기차입금	2	-1	0	0	0
사채 및 장기차입금	41	2	0	0	30
자본	385	3	140	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-423	-3	-3	-3	-3
연결범위변동 등 기타	-2	0	14	53	66
현금의 증감	4	3	96	-10	16
기초 현금	22	25	28	124	114
기말 현금	25	28	124	114	129
NOPLAT	1	-3	-32	-29	-53
FCF	69	-34	-58	-55	-81

자료: 유안타증권

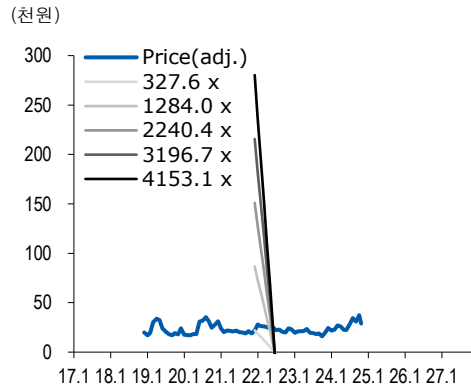
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	81	76	166	164	139
현금및현금성자산	25	28	124	114	129
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	105	85	83	82	81
유형자산	7	76	74	73	73
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	28	4	3	4	3
자산총계	185	160	249	245	220
유동부채	72	42	24	49	48
매입채무 및 기타채무	7	9	5	11	7
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	43	44	44	45	74
장기차입금	40	43	43	43	73
사채	0	0	0	0	0
부채총계	116	86	68	93	122
지배지분	70	74	181	152	98
자본금	24	24	27	27	27
자본잉여금	361	364	501	501	501
이익잉여금	-339	-342	-375	-403	-457
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	70	74	181	152	98
순차입금	-36	-27	-120	-114	-62
총차입금	42	44	44	44	74

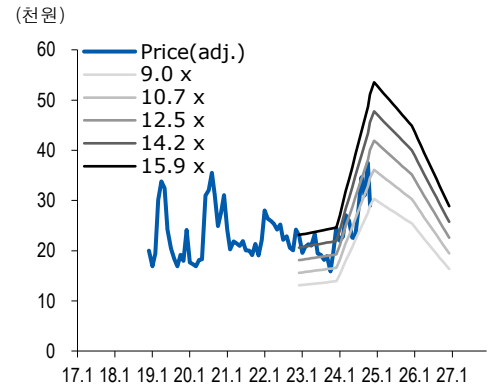
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	67	-55	-674	-599	-1,118
BPS	1,455	1,547	3,367	2,823	1,816
EBITDAPS	68	-1	-602	-526	-978
SPS	1,415	1,370	737	1,427	927
DPS	0	0	0	0	0
PER	353.4	-369.4	-43.0	-48.3	-25.9
PBR	16.4	13.2	8.6	10.3	15.9
EV/EBITDA	339.3	-34,773.3	-41.6	-45.1	-25.3
PSR	16.8	14.9	39.3	20.3	31.2

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	0.0	-2.6	-42.9	105.3	-35.0
영업이익 증가율 (%)	na	적전	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	na	적전	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	1.3	-4.0	-86.3	-38.4	-107.0
지배순이익률 (%)	4.8	-4.0	-86.5	-37.5	-107.6
EBITDA 마진 (%)	4.8	0.0	-81.7	-36.9	-105.4
ROIC	-1.5	30.3	-66.1	-66.4	-167.7
ROA	1.7	-1.5	-15.8	-11.6	-23.1
ROE	4.6	-3.7	-25.3	-17.3	-43.0
부채비율 (%)	166.4	116.2	37.3	61.5	124.8
순차입금/자기자본 (%)	-51.8	-37.0	-66.4	-75.2	-63.3
영업이익/금융비용 (배)	0.7	-1.2	-14.8	-13.5	-18.2

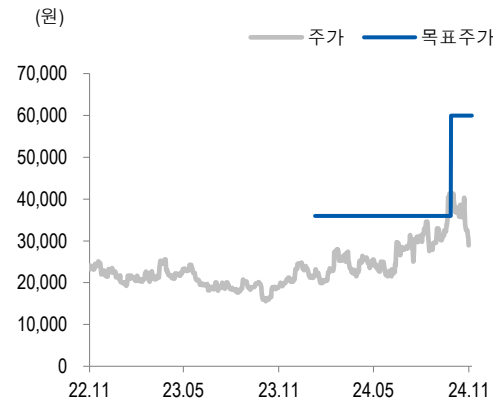
P/E band chart



P/B band chart



에이비엘바이오 (298380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-21	BUY	60,000	1년		
2024-10-17	BUY	60,000	1년		
2024-01-29	BUY	36,000	1년	-26.28	14.86
2023-08-30	1년 경과 이후		1년		
2022-08-30	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-20

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.