

제약/바이오

1+1>2를 만드는 이중 항체

이중 항체, 차세대 면역 항암제 유력

PD-(L)1 억제제는 단독 또는 병용 요법으로 다수 암종에서 표준 요법이 되었으며, 암종과 초기 환자군으로 확대를 통해 견조한 매출 성장 지속. 28년 키트루다, 옵디보를 시작으로 PD-(L)1 억제제들의 특허가 만료될 예정으로 후속 면역 항암제 개발 필요성 커질 것.

24년 Ivonescimab의 HARMONi-2(Ivonescimab vs 키트루다) 임상 결과 이후 PD-(L)1xVEGF 이중 항체는 유력한 차세대 면역 항암제 기전으로 평가받고 있으며, 다수의 빅 파마가 대형 L/I 계약을 체결하며 파이프라인에 대한 높은 기대를 반영. 2H26부터 글로벌 임상인 HARMONi-3의 결과가 공개될 예정.

PD-(L)1xCTLA-4 이중 항체인 Cadonilimab도 COMPASSION-15(GC 1L)에서 PD-L1 발현이 낮은 환자군에서 효과를 보이며 PD-1 억제제와 차별화. Nivolumab과 비교 임상을 시작하며 직접 비교가 가능할 것으로 기대.

병용 요법과 다른 작용 기전

PD-(L)1과 VEGF, CTLA-4는 모두 허가 품목이 있으며, 병용 요법 임상도 다수 진행. 병용 임상에서 두 약물 간 유효성 개선 등을 보이며 적응증 확대에도 성공했으나, 부작용 증가 등으로 임상 적응증 확대는 제한적. Ivonescimab 등 PD-(L)1xVEGF 이중 항체는 협력적 결합을 통해 항원과 결합 시 다른 항원에 대한 결합 안정성 증가. PD-1xCTLA-4 이중 항체도 말초 조직 대비 종양 조직에서 결합 안정성이 우수하며, 종양 특이적으로 작용.

추천주로 에이비엘바이오, 바이오엔테크 제시

에이비엘바이오는 4-1BB 기반 이중 항체, 이중 항체 ADC 등의 다수 임상 파이프라인을 보유하고 있으며 이후 임상 결과에 따라 본격적인 항암 파이프라인 가치 반영될 것으로 전망. 바이오엔테크는 Punitamig를 중심으로 ADC, mRNA 항암 백신 등과 병용 요법 등을 개발 중으로 다수 임상 모멘텀 보유.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가
에이비엘바이오	매수 (M)	280,000원 (U)
BioNTech	Not Rated (I)	-달러 (I)
Akeso	Not Rated (I)	-홍콩달러 (I)

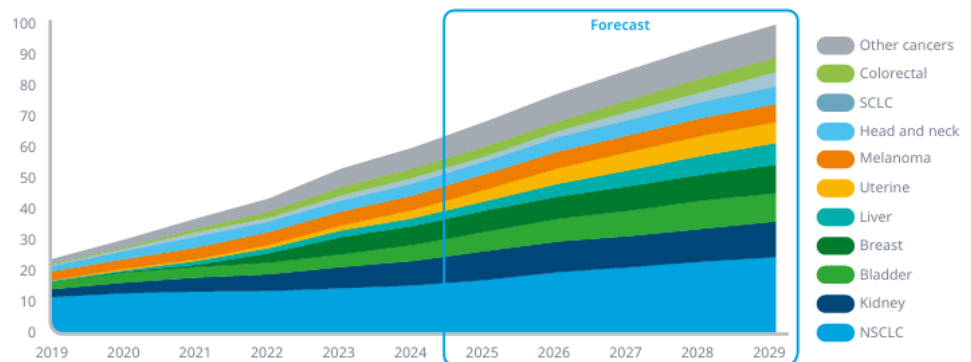
SoC가 된 PD-(L)1 억제제

PD-(L)1 inhibitor, 다수 암종에서 SoC 로

IQVIA에 따르면 PD-(L)1 억제제 시장 규모는 19년 약 240억 달러에서 24년 약 600억 달러로 확대되었으며, 29년 990억 달러 이상으로 성장할 것으로 전망된다. 매출 성장은 NSCLC, 흑색종 등 기존 허가 암종뿐 아니라 유방암, 자궁경부암, 간암 등으로 적응증 확대에 성공하며 다양한 암종에서의 사용 증가에 기인한다.

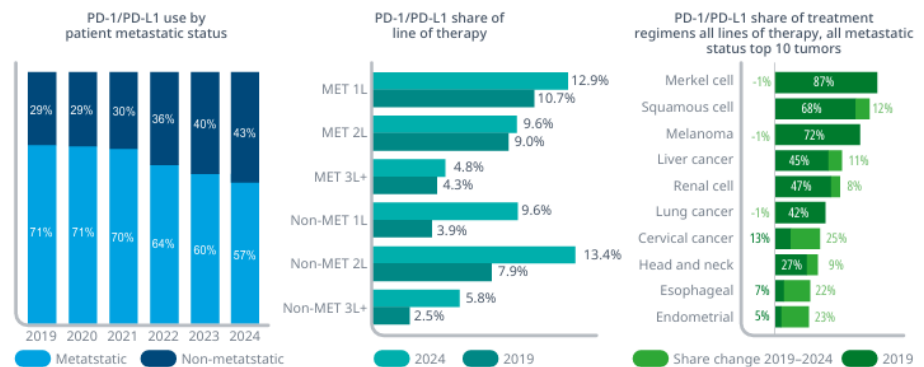
PD-(L)1 억제제의 초기 암환자로의 확대 또한 매출 성장을 견인하는 요소로 미국 내 PD-(L)1 억제제 투약 환자 중 전이암 환자 비중은 19년 71%에 달했으나 24년 57%로 낮아졌다. 전이되지 않은 암환자의 1차 치료 요법서 PD-(L)1 억제제 점유율은 19년 3.9%에 불과했으나 24년 9.6%로 두배 이상 증가하면서 전이암에서의 점유율 확대를 상회하며 초기 암환자의 투약 비중이 증가하고 있다.

PD-(L)1 억제제 암종별 매출 전망



자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

미국 내 PD-(L)1 억제제 사용 환자 변화



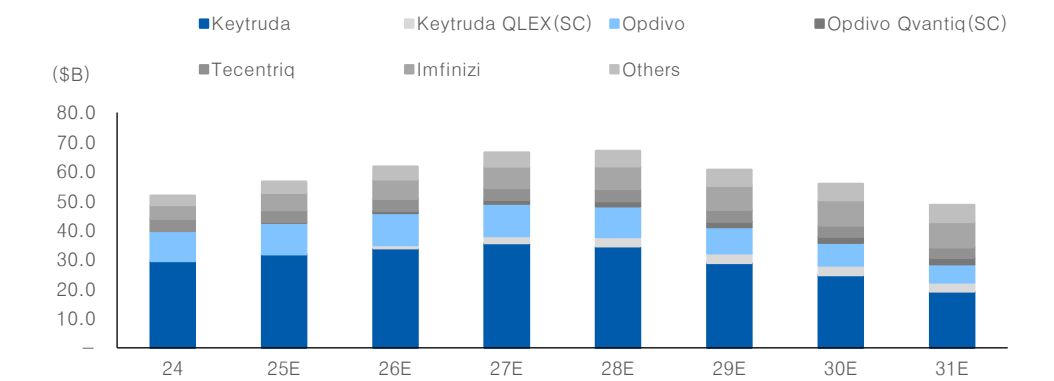
자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

28년 이후 바이오시밀러 경쟁

PD-(L)1 억제제들은 다양한 암종과 초기 환자군으로 적응증을 확대하며 매출 성장을 지속할 전망이다. 28년 이후 주요 품목의 특허 만료가 시작되며 바이오시밀러와의 경쟁이 시작될 것으로 예상된다. Global data는 PD-(L)1 억제제 매출은 28년 약 670억 달러에 도달한 이후 31년 486억 달러로 매출이 줄어들 것으로 전망했다.

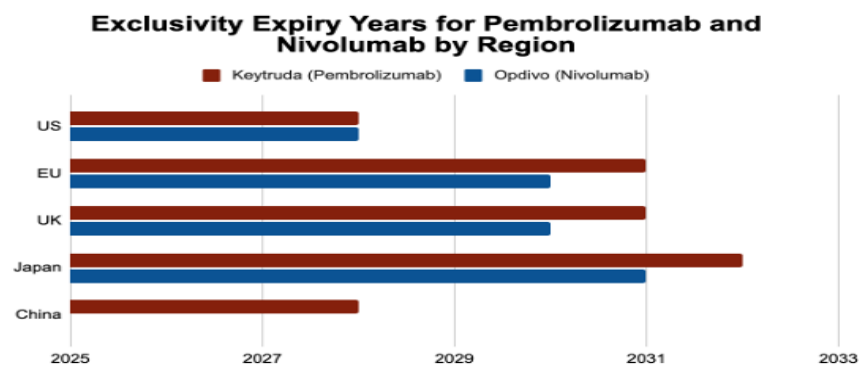
PD-(L)1 억제제들 전체 매출 감소는 시장 점유율 1,2위 제품인 Keytruda(pembrolizumab)과 Opdivo(Nivolumab)의 매출 감소 영향으로, 두 품목은 지역별로 차이는 있으나 28년 미국을 시작으로 바이오 시밀러들이 등장할 것으로 예상된다. MSD는 Keytruda 출시 이후에도 신규 적응증 개발, 제형 관련 특허 등을 추가하고 있다. 대표적으로 MSD와 BMS는 각각 25년과 24년 피하 주사 제형인 Keytruda QLEX와 Opdivo Qvantiq을 승인받으며 신규 제형으로 확대에 성공했다.

PD-(L)1 억제제 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Keytruda와 Opdivo 지역별 독점권 만료 시점



자료: WHO, 유안타증권 리서치센터

다만 전문가 투약 필요성과 화학요법, ADC 등과의 병용 요법 문제로 SC 제형이 IV 제형 전체의 매출 하락을 상쇄하기는 어려울 것으로 예상된다. PD-(L)1 억제제 시장을 주도하던 MSD와 BMS 등은 기존 약물을 대체할 수 있는 신규 ICI 확보 필요성이 커질 것으로 예상되며, 후발 주자들 또한 거대한 ICI 시장에서의 주도권 확보를 위한 파이프라인 개발이 활발해질 것으로 전망한다.

23년 AZ는 AZ 2.0을 발표하며 이중 항체 ICI를 중심으로 차세대 항암제 개발을 이어가고 있으며, 24년 ivonescimab과 pumitamig(BNT327)의 고무적인 임상 결과 발표 이후 PD-(L)1xVEGF 이중 항체에 대한 대규모 기술 이전이 이어지고 있다.

PD-(L)1xVEGF 관련 주요 기술 이전					(단위: 백만달러)
Agents	Target	Licensor	Licensee	Upfront	Total Value
Ivonescimab	PD-1xVEGF	Akeso Bio	Summit therapeutics	500	5,000
Pumitamig(BNT327)	PD-L1xVEGF	Biotheus	BioNTech	55	1,055
LM-299	PD-1xVEGF	Lanova medicine	MSD	588	3,288
SSGJ-707	PD-1xVEGF	3S Bio	Pfizer	1,250	6,000
Pumitamig(BN327)		BioNTech	BMS	1,500	11,000
RC148	PD-1xVEGF	Remegen	AbbVie	650	5,600

자료: 유안타증권 리서치센터

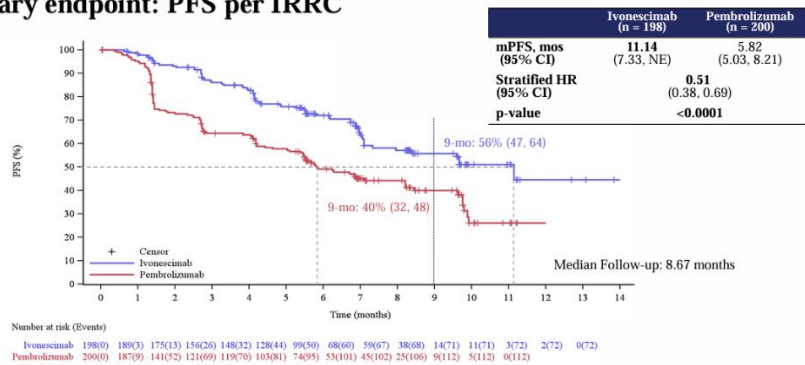
이중 항체, Next Keytruda가 될 수 있을까?

PD-(L)1xVEGF, 직접 비교에서 확인된 경쟁력

이중 항체 ICI 중 가장 주목받고 있는 조합은 PD-(L)1xVEGF 이중 항체로 24년 ivonescimab의 중국 3상 임상인 HARMONi-2의 결과 발표 이후 여러 빅파마들이 같은 기전의 파이프라인을 확보하고 있다. HARMONi-2는 PD-L1 발현 NSCLC 환자 대상 1차 치료 임상으로 pembrolizumab(Keytruda)와 직접 비교 임상으로 진행되었다. Ivonescimab 투약군의 mPFS는 11.14개월로 pembrolizumab 투약군에서의 5.82개월보다 5개월 이상 PFS를 연장하는데 성공했으며, 사망 및 중양 진행 위험도는 49% 줄이는 결과를 보였다. 하위 분석에서도 ivonescimab은 PD-L1 발현율이나 종양 조직에 관계없이 pembrolizumab 대비 일관된 결과를 보였다. OS 분석에서 HR ratio는 0.777로 PFS 분석에서의 0.51 대비 개선 효과가 크지 않았으며, 통계적 유의성도 확보하지 못했다. 다만, 데이터 성숙도가 39%로 충분하지 못했다는 점에서 후속 데이터 확보에 따라 통계적으로 유의미한 결과로 이어질 수 있을 것으로 판단한다.

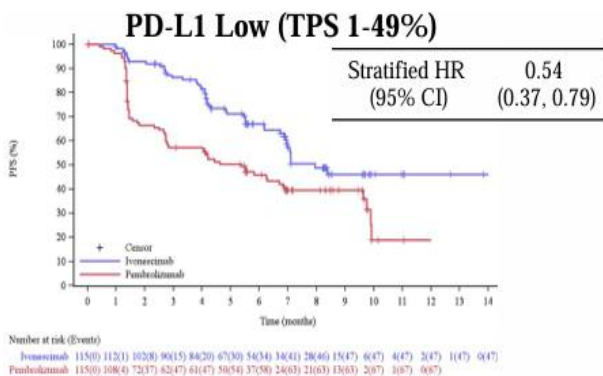
HARMONi-2 임상 결과(PFS)

Primary endpoint: PFS per IRRC



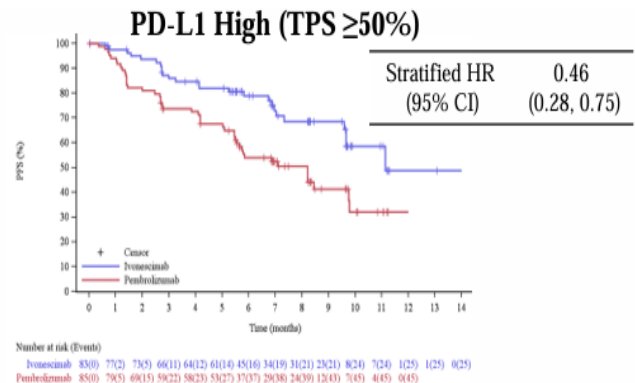
자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

PD-L1 Low(TPS 1~49%) 환자 분석(HARMONi-2)



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

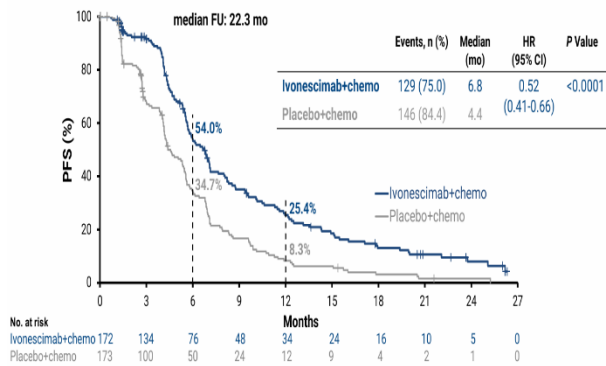
PD-L1 High(TPS ≥50%) 환자 분석(HARMONi-2)



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

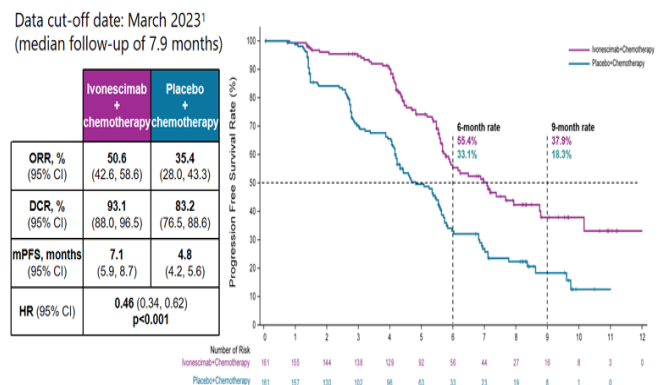
Ivonescimab은 Akeso Bio와 Summit therapeutics이 공동 개발 중인 약물로 Summit은 4개의 글로벌 3상 임상을 진행중에 있다. HARMONi-7(+Chemo, NSCLC 1L)과 HARMONi-7(PD-L1 high NSCLC 1L)은 pembrolizumab과 직접 비교하는 임상으로 진행 중에 있으며 HARMONi-3 임상 결과는 2H26부터 확인 가능할 것으로 예상된다. 첫 글로벌 임상 결과인 HARMONi(EGFRm NSCLC 2L+)이 동일한 환자군을 대상으로 진행된 중국 HARMONi-A 임상과 유사한 결과를 확인했으며 HARMONi-6(+Chemo, NSCLC 1L) 임상에서도 tislelizumab(Tevimbra)/Chemo 대비 PFS 개선 효과를 확인하면서 HARMONi-3의 임상 성공 가능성은 높을 것으로 판단한다. Pembrolizumab과의 직접 비교에서 우월한 결과를 확인한다면 빠르게 pembrolizumab의 자리를 대체해 나갈 것으로 예상된다.

HARMONi 임상 결과(PFS)



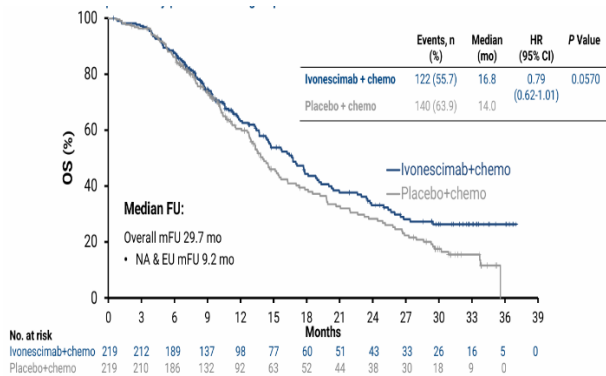
자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

HARMONi-A 임상 결과(PFS)



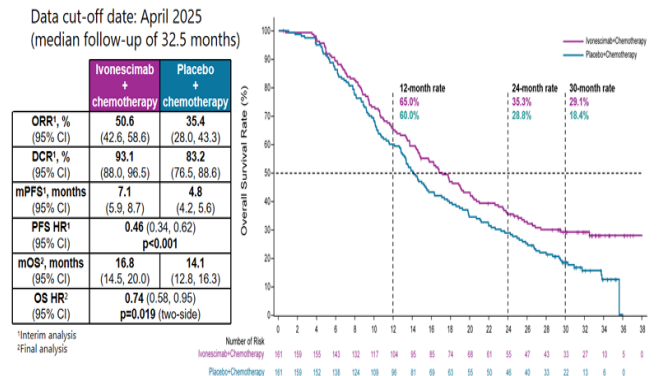
자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

HARMONi 임상 결과(OS)



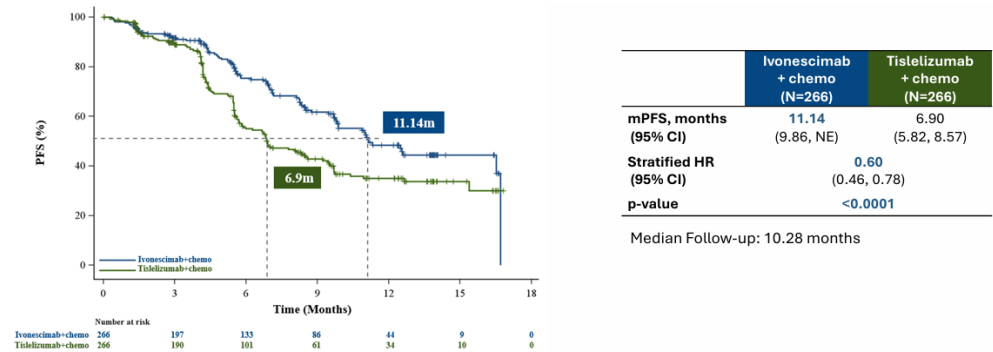
자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

HARMONi-A 임상 결과(OS)



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

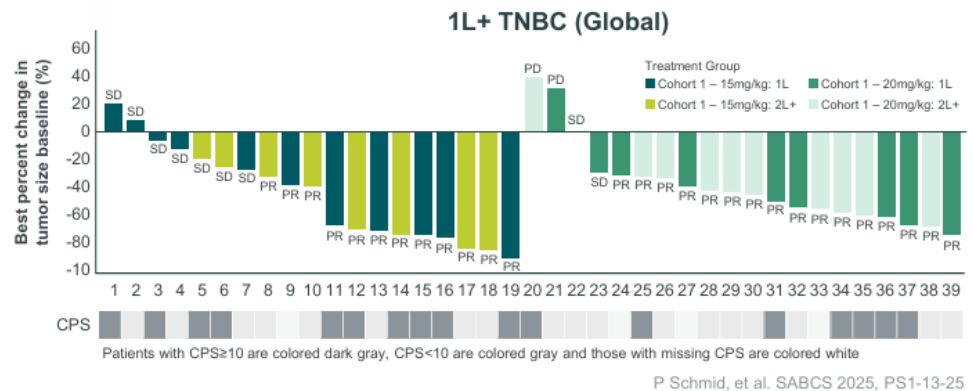
HARMONi-6 임상 결과(PFS)



자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

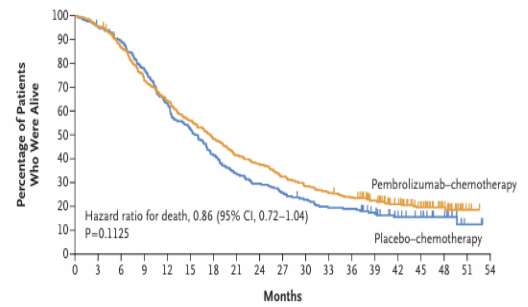
Pumitamidg의 TNBC 1L 임상 결과도 간접 비교지만 PD-(L)1 억제제 대비 PD-(L)1xVEGF 이중 항체의 경쟁력을 보여주고 있다. Pumitamidg는 TNBC에서 PD-L1 발현이 낮거나($1 \leq \text{CPS} < 10$), PD-L1 음성($\text{CPS} < 1$) 환자 군에서도 높은 ORR을 보이면서 PD-L1 음성 또는 저발현 TNBC 환자군에서도 3상을 진행 중에 있다. KEYNOTE-355(TNBC 1L)에서 pembrolizumab은 PD-L1 발현이 낮은 환자군에서 OS 개선에 실패하면서 $\text{CPS} \geq 10$ 인 TNBC 환자 대상으로 승인되었다.

Pumitamidg(BNT327) TNBC 1L+ 임상 결과



자료: SABCS2025, BioNTech, 유안타증권 리서치센터

KEYNOTE-355 OS 결과(CPS $\geq$ 1)

[illegible]

자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

CPS 점수에 따른 위험도 하위 분석(Pembrolizumab)

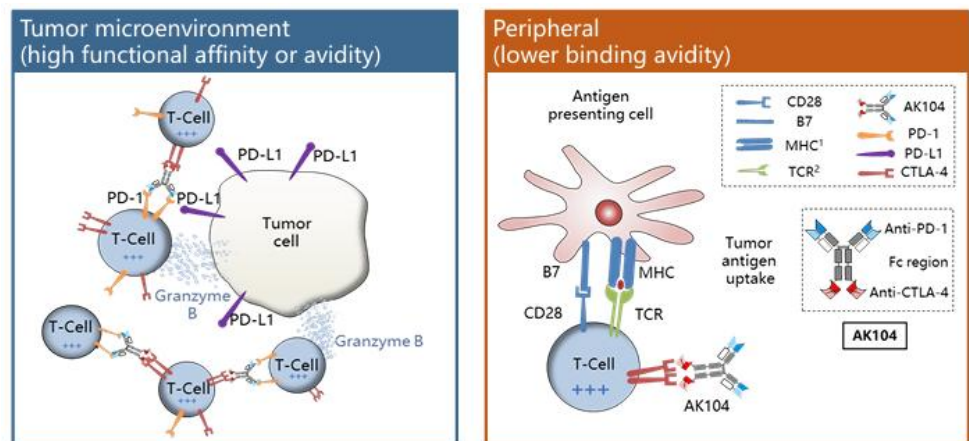
자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

PD-(L)1xCTLA-4 이중 항체도 경쟁력 보유

24년 ivonsecimab과 pumitamig의 고무적인 임상 결과 발표 이후 PD-(L)1xVEGF 이중 항체 관련 빅파마들의 L/I이 이어지며 시장 관심이 커지고 있으나 PD-(L)1xCTLA-4 이중 항체도 주목할 필요가 있다. Cadonilimab은 22년 중국에서 자궁 경부암 2L+으로 허가를 받으며 첫번째로 승인된 이중 항체 ICI가 되었다. 승인 이후 24년 위암 1L, 25년 자궁경부암 1L로 적응증을 확대했으며 HCC, NSCLC 등 다수 암종에서 3상 시험을 진행 중에 있다.

Cadonilimab은 PD-1과 CTLA-4 발현이 높은 종양 미세 환경에서는 높은 결합력을 가지는 반면, 두 항원의 공동 발현 빈도가 낮은 말초 환경에서는 안정적인 결합이 어려운 특징이 있다. 이러한 특성으로 종양 환경에서는 효과적인 항원 억제가 가능하면서, 면역 관련된 부작용을 줄일 수 있도록 설계되었다.

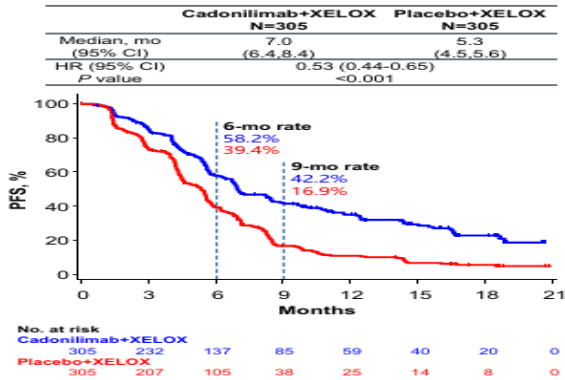
Cadonilimab 작용 모식도



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

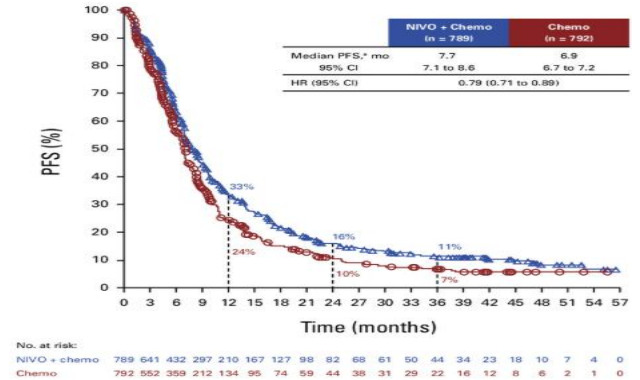
COMPASSION-15(위암 1L)에서 cadonilimab/화학 요법 병용은 mPFS 7.0개월로 화학요법 단독 투약군 5.3 개월 대비 1개월 이상 PFS를 연장했으며 47% 질병 진행 및 사망 위험을 줄였다. Nivolumab/화학 요법의 위암 1L 임상인 CheckMate-649의 PFS 분석에서 HR 0.79를 기록했으며, 간접 비교이지만 cadonilimab이 효과 측면에서 우위에 있는 것으로 판단한다. 특히 nivolumab/화학요법이 PD-L1 CPS<1 환자군에서 OS 개선에 실패한 것과 달리 cadonilimab/화학요법은 23% 사망 위험을 낮추는데 성공했다. Pembrolizumab의 KEYNOTE-859도 nivolumab과 유사한 임상 결과를 나타냈다.

COMPASSION-15 임상 결과(PFS)



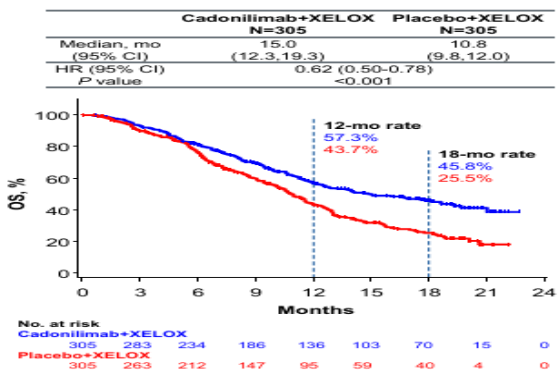
자료: ESMO, 유안타증권 리서치센터

CheckMate-649 임상 결과(PFS)



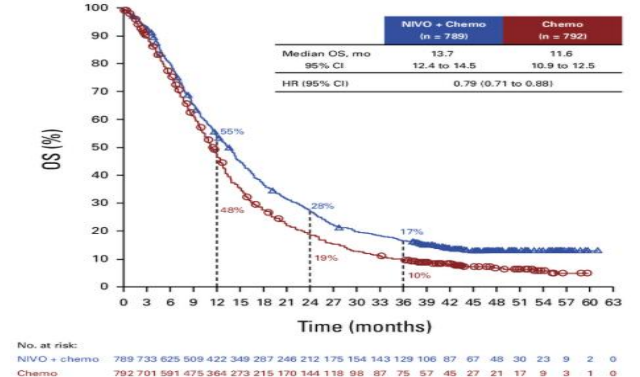
자료: ASCO, 유안타증권 리서치센터

COMPASSION-15 임상 결과(OS)



자료: ESMO, 유안타증권 리서치센터

CheckMate-649 임상 결과(OS)



자료: ASCO, 유안타증권 리서치센터

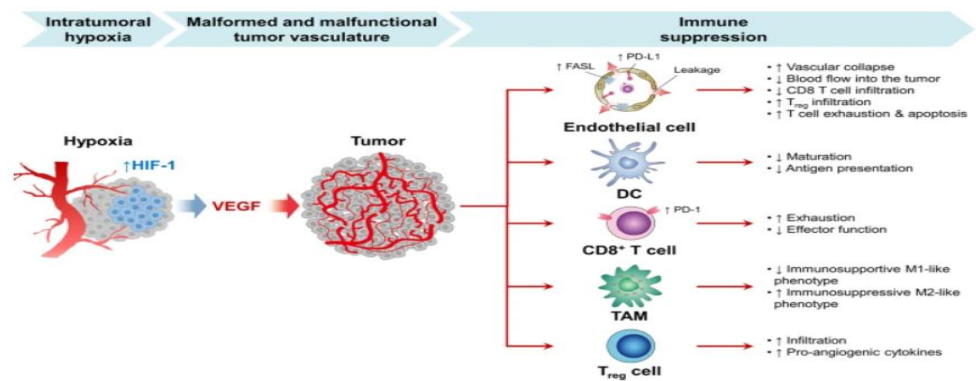
글로벌 임상에서 가장 빠르게 개발 중인 PD-(L)1xCTLA-4 이중 항체는 volrustomig으로 AZ는 PD-L1<50% NSCLC 환자에서 volrustomig/화학요법과 pembrolizumab/화학요법을 비교하는 임상인 eVOLVE-Lung02를 진행하고 있다. 임상 데이터는 27년 이후 확인 가능할 것으로 보이며 결과에 따라 PD-(L)1xCTLA-4 이중 항체 파이프라인들에 대한 시장 관심도 커질 것으로 전망한다.

이중 항체, 1+1>2를 구현

단일 항체 병용에서 확인된 효과

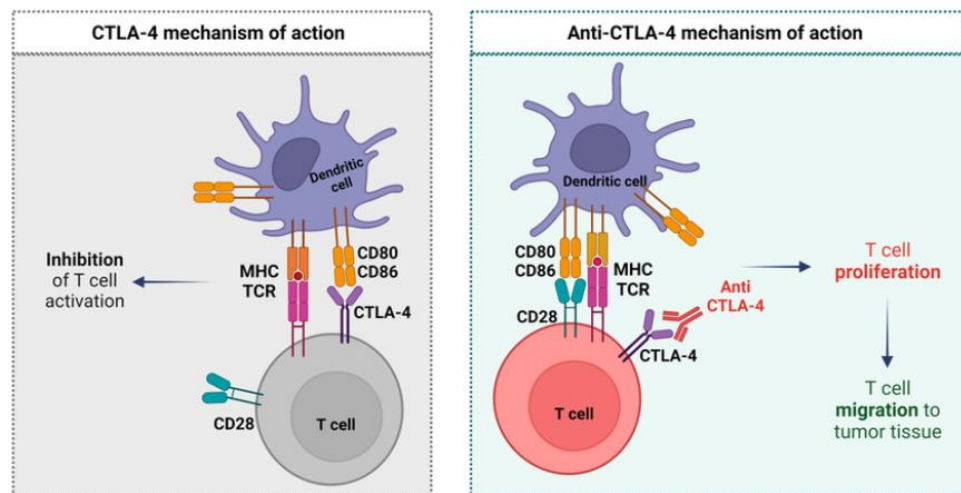
VEGF는 종양 조직의 혈관 신생을 촉진하는 물질로 불완전한 혈관 구조를 형성, CD 8+ 면역 세포의 침투 또는 수지상 세포의 성숙 등을 방해해 결과적으로 항암 면역 반응을 억제하므로 병용 요법에서 효과를 높일 수 있는 것으로 보인다. 마찬가지로 수지상 세포의 CD80/86과 결합하는 CTLA-4는 면역 세포를 활성화하는 T 세포의 CD28과 CD80/86간 결합을 방해하는 특징으로 CTLA-4 항원을 억제하면 T 세포 분화 등이 유도하게 된다.

VEGF의 면역 억제 작용



자료: Experimental & Molecular Medicine, 유안타증권 리서치센터

CTLA-4에 의한 면역 억제 작용



자료: International Journal of Molecular Sciences, 유안타증권 리서치센터

임상적으로도 VEGF 억제제나 CTLA-4 억제제는 PD-(L)1 억제제와 간암, NSCLC 등에서 병용 요법이 승인되며 효과가 검증되었다. 간암에서 atezolizumab/bevacizumab(PD-L1 억제제+VEGF 억제제)와 durvalumab/tremelimumab (PD-L1 억제제+CTLA-4 억제제)가 NCCN 선호요법으로 등재되었으며, 최근 승인된 nivolumab/ipilimumab(PD-1 억제제+CTLA-4 억제제)도 선호 요법이 될 것으로 예상된다.

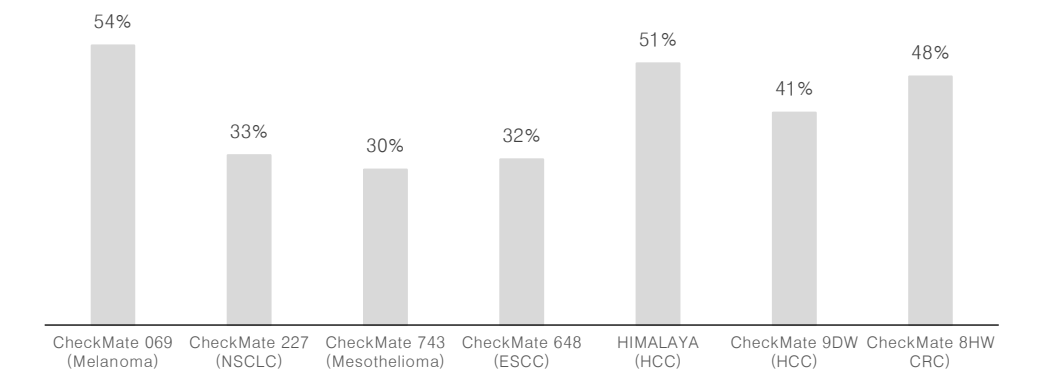
다만, 기전적으로 효과적인 조합이며, 임상적으로도 유의미한 개선 효과를 보였음에도 부작용 증가 등의 한계가 있어왔다.

PD-(L)1 억제제/CTLA-4 억제제 병용 요법 승인 현황

적응증	병용 요법	허가 연도	허가 임상
Melanoma(BRAF V600 wild)	Nivolumab+Ipilimumab	2015	CheckMate 069
Advanced RCC	Nivolumab+Ipilimumab	2018	CheckMate 214
MSI-H/dMMR CRC	Nivolumab+Ipilimumab	2018	CheckMate 142
HCC	Nivolumab+Ipilimumab	2020	CheckMate 040
Metastatic NSCLC(CPS ≥1)	Nivolumab+Ipilimumab	2020	CheckMate 227
Malignant Pleural Mesothelioma	Nivolumab+Ipilimumab	2020	CheckMate 743
ESCC	Nivolumab+Ipilimumab	2022	CheckMate 648
HCC	Durvalumab+Tremelimumab	2022	HIMALAYA
HCC	Nivolumab+Ipilimumab	2025	CheckMate 9DW
MSI-H/dMMR CRC	Nivolumab+Ipilimumab	2025	CheckMate 8HW

자료: Frontier of Immunology, 유안타증권 리서치센터

Grade 3-4 부작용 발생 빈도



자료: Frontier of Immunology, 유안타증권 리서치센터

안전성에서 유리한 이중 항체

PD-(L)1xVEGF 이중 항체나 PD-(L)1xCTLA-4 이중 항체는 병용 요법 대비 안전성에서 특히 경쟁력이 높은 것으로 판단한다. Ivonescimab은 1b 상에서 atezolizumab과 bevacizumab 병용 요법 대비 3등급 이상 부작용 발생 빈도가 현저히 낮은 결과를 보였다. HARMONi-2와 HARMONi-6 임상에서 대조군이었던 PD-(L)1 억제제에 비해 부작용 빈도가 증가는 제한적이었다.

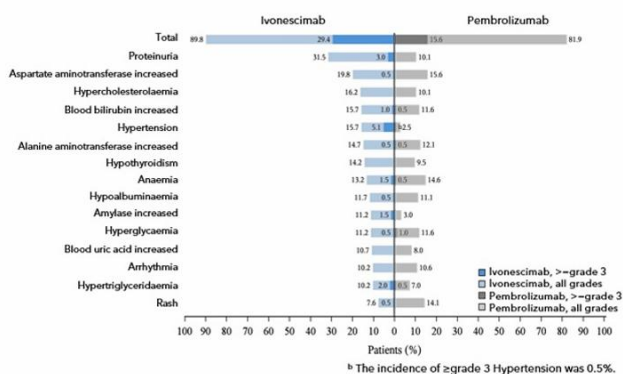
Ivonescimab 안전성 비교

	Ivonescimab Phase 1b (0.3mpk to 30mpk)	Ivonescimab 20mpk Q2W	IMmotion 151 (Atezolizumab+Bevacizumab)
TRAE	64.3%	55.6%	91%
≥ Grade 3 TRAE	19.0%	16.7%	40%
Drug-related SAE	2.4%	0	Not Reported
TRAEs leading to discontinuation	4.8%	5.6%	5%

자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

HARMONi-2 안전성

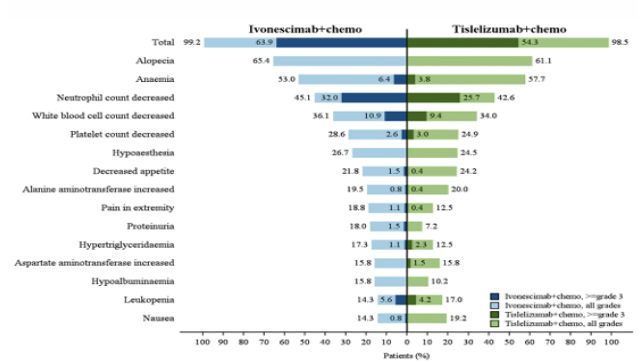
Most Common TRAEs (incidence ≥10%)



자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

HARMONi-6 안전성

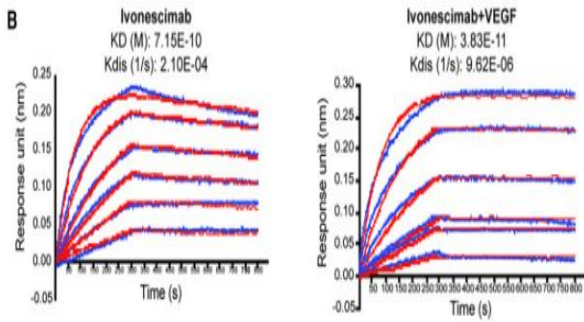
Most common TRAEs (incidence ≥15%)



자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

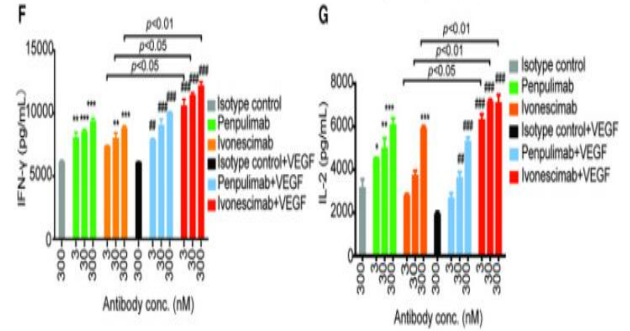
Ivonescimab, Punitamig, SSGJ-707 등 PD-(L)1xVEGF 이중 항체는 모두 협력적 결합 (Cooperative binding)을 통해 한쪽 항원과 결합 시 다른 항원에 대한 결합력이 증가하게 된다. VEGF 항원이 존재하는 환경에서 ivonescimab은 PD-1에 대한 결합력이 18배 이상 증가하며, IFN- γ , IL-2와 같은 면역 사이토카인의 분비도 VEGF 항원과 결합 시 높아진다. 반대로 PD-1 항원이 존재하는 경우에도 VEGF에 대한 결합력이 4배 이상 높아진다. Punitamig와 SSGJ-707도 마찬가지로 VEGF가 존재하는 환경에서 PD-(L)1에 대한 결합력이 각각 32배, 100배 증가하는 것으로 알려져 있다.

VEGF 유무에 따른 PD-1 결합력 비교



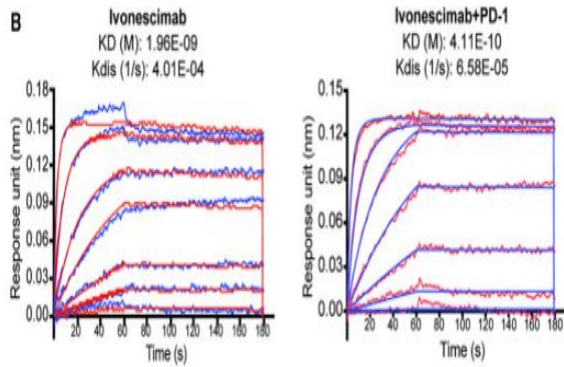
자료: iScience, 유안타증권 리서치센터

VEGF 유무에 따른 사이토카인 변화



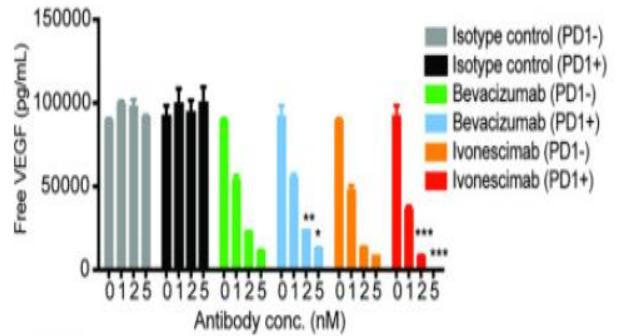
자료: iScience, 유안타증권 리서치센터

PD-1 유무에 따른 VEGF 결합력 비교



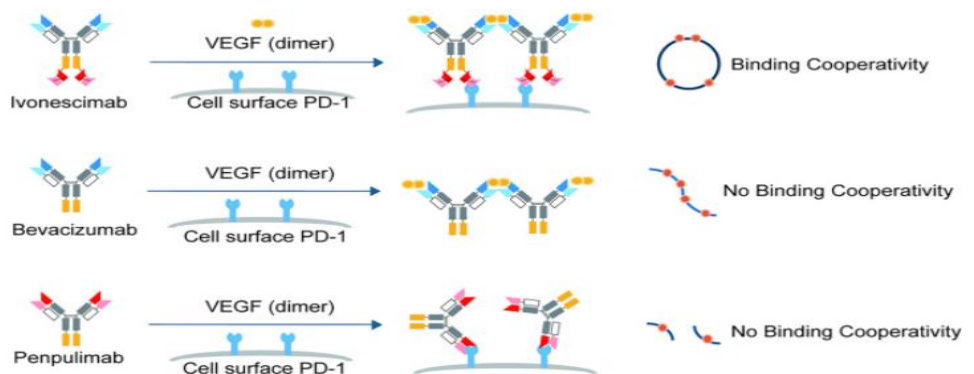
자료: iScience, 유안타증권 리서치센터

PD-1 유무에 따른 VEGF 감소 효과 차이



자료: iScience, 유안타증권 리서치센터

Iivonescimab의 협력적 결합 모식도



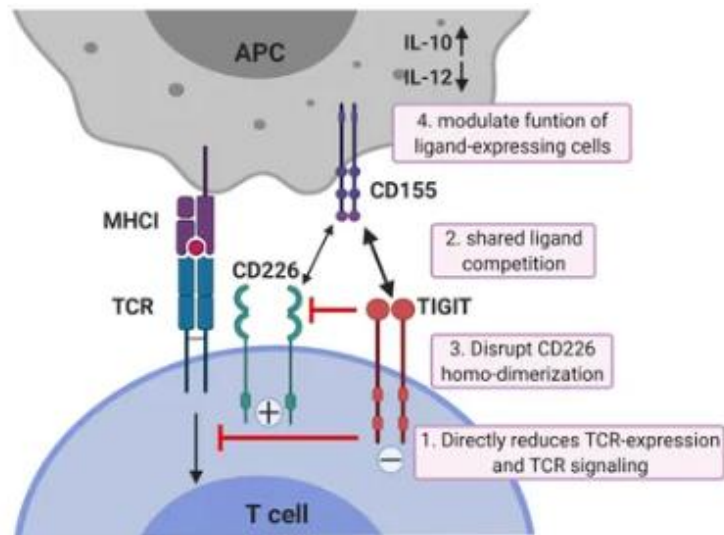
Iivonescimab: PD-1xVEGF antibody, Bevacizumab: VEGF antibody, Penpulimab: PD-1 antibody

자료: iScience, 유안타증권 리서치센터

이중 항체 접근, TIGIT 에서도 성공할까?

TIGIT은 종양 미세 환경에서 T 세포와 NK 세포 활성을 억제하며, 종양 세포의 면역 회피를 돕는 효과 등과 함께 이러한 기전이 PD-1/PD-L1 경로와 독립적이라는 것일 알려지며 주요 차세대 면역 항암 기전 약물로 기대를 받았다.

TIGIT 작용 기전



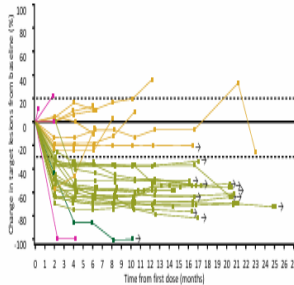
자료: Frontiers in Immunology, 유안타증권 리서치센터

Roche, BMS, BeOne medicine(구 Beigene) 등이 TIGIT 억제제 개발 경쟁에 뛰어들었으며, 단독 요법 보다는 PD-(L)1 억제제와 병용 요법을 중심으로 적응증 개발을 진행해 왔다. 그러나 안전성이나 유효성 부족 등을 문제로 대부분의 파이프라인이 개발을 중단했으며, 현재 TIGIT 억제제 개발 경쟁에 남아 있는 주요 파이프라인은 domvanalimab(Gilead), rilvegostomig(AZ)가 임상에 남아있다. 두 약물은 기존 개발을 중단한 TIGIT 억제제와는 달리 항체의 Fc 기능을 제거(Fc silencing)한 항체로 ADCC, ADCP 등을 유도하지 않아 면역 부작용을 줄여 줄 것으로 보인다.

다만, domvanalimab은 지난해 12월 STAR-221(upper GI cancer 1L) 임상을 중단하면서 2건의 NSCLC 임상을 진행 중에 있으며, gilead는 추가적인 적응증 확대 시도 등을 보이고 있지는 않다. 반면 AZ는 rilvegostomig의 다수 임상을 진행하고 있으며 NSCLC 적응증에서만 5개의 3상을 진행하고 있다. ESMO 2025에서 rilvegostomig의 1/2상 임상인 ARTEMIDE-01의 결과가 공개되었으며, TPS≥50% NSCLC 환자에서 mPFS 12.3개월을 기록했다. Pembrolizumab이 KEYNOTE-042(NSCLC 1L)의 동일한 환자군에서 mPFS는 6.5개월이었다.

ARTEMIDE-01 결과(NSCLC 1L, TPS≥50%)

Stage IV NSCLC PD-L1 TPS ≥50%, CPI-naïve (n=34)

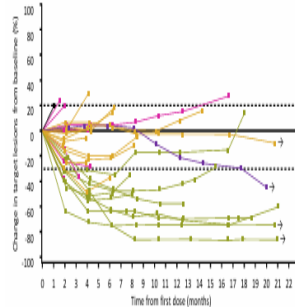


- ORR 61.8%
- DoR NR
- Median PFS 12.3 mo
- 12 mo PFS rate 55.5%

자료: AstraZeneca, 유안타증권 리서치센터

ARTEMIDE-01 결과(NSCLC 1L, 1≤TPS≤49%)

Stage IV NSCLC PD-L1 TPS 1-49%, CPI-naïve (n=31)



- ORR 29%
- DoR 9.8 mo
- Median PFS 6.1 mo
- 12 mo PFS rate 27.2%

자료: AstraZeneca, 유안타증권 리서치센터

AstraZeneca의 NSCLC 치료제 개발 현황

	Resectable		Unresectable		1L	Metastatic		
	Stg. I	Stg. II-III	Stg. I-II	Stg. III		2L	3L+	
	Est. epi (G7, 2025)	~150K	~70K	~50K	~100K	~310K	~190K	~70K
IO sensitive ~70%	Imfinzi AEGEAN rilegestomig ± Datroway TROPION-Lung12	SBRT → Imfinzi / Tagrisso PACIFIC-4	CRT → Imfinzi PACIFIC	Imfinzi combos PACIFIC-8, -9 improvements across PD-L1 spectrum	Imfinzi + Imjudo + CTx POSEIDON	Datroway TROPION-Lung17 NSQ TROP2-NMR+		
					Datroway + IO ± platinum TL08/TL07/AVANZAR			
					rilegestomig ± Datroway TROPION-Lung10			
					rilegestomig + CTx PDL1≥1% SQ ARTEMIDE-Lung02			
					rilegestomig + CTx PDL1≥1% NSQ ARTEMIDE-Lung03			
					rilegestomig PDL1≥50% ARTEMIDE-Lung04			
EGFRm ~16-19%	Tagrisso ADAURA Tagrisso ADAURA2 Tagrisso neoADAURA	CRT → Imfinzi PACIFIC	CRT → Tagrisso LAURA	Tagrisso FLAURA	Tagrisso + Orpathys SAFFRON/SAVANNAH	Datroway TROPION-Lung05		
				Tagrisso + CTx FLAURA-2	Datroway +/- Tagrisso TROPION-Lung15			
				Datroway + Tagrisso TROPION-Lung14				
				Enhertu DESTINY-Lung04	Enhertu DESTINY-Lung02			
Other tumour drivers ~12%			CRT → Imfinzi PACIFIC					
HER2m ~2%								

Key:

DXd ADC

IO

TKI

IO bispecific

launched and established SoC

launched indication

Key: DXd ADC IO TKI IO bispecific launched and established SoC launched indication

자료: AstraZeneca, 유안타증권 리서치센터

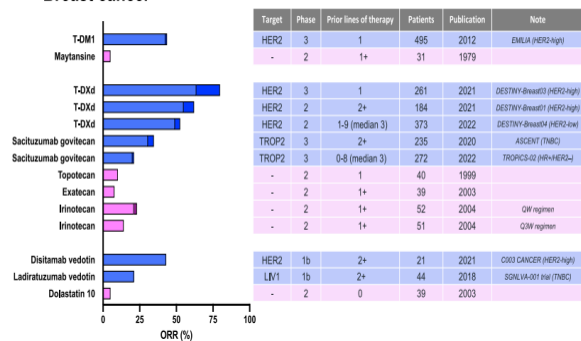
유효성은 높아졌지만, 안전성은 아직...

ADC 임상 진입 추이



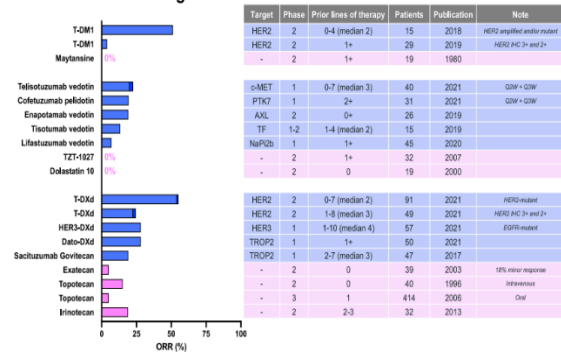
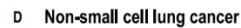
17

ADC 의 ORR 개선(BC)



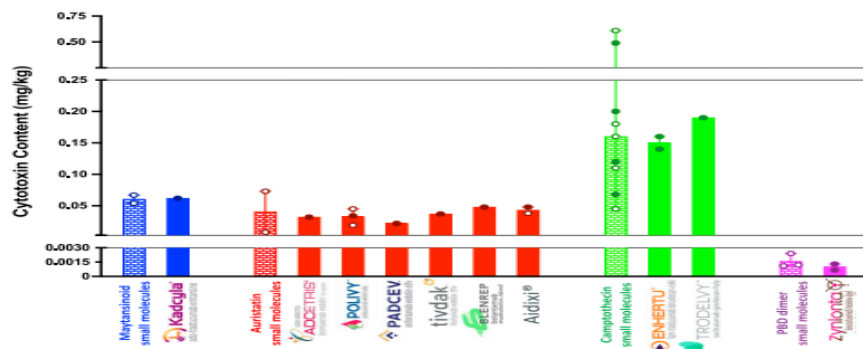
자료: Cell, 유안타증권 리서치센터

ADC 의 ORR 개선(NSCLC)



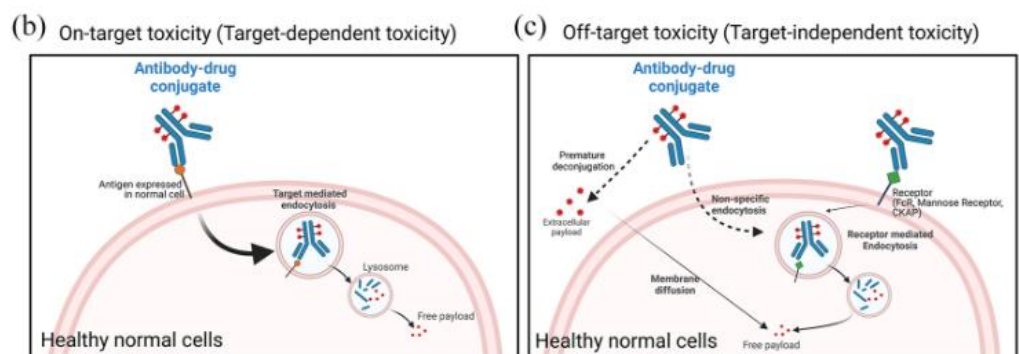
자료: Cell, 유안타증권 리서치센터

승인된 ADC와 저분자화합물 용량 비교



자료: Cell, 유안타증권 리서치센터

On target, Off target 독성 비교



자료: Therapeutic Advances in Medical Oncology, 유안타증권 리서치센터

BsADC, 해결책이 될 수 있을까?

이중 항체 ADC는 2 개의 항원과 결합할 수 있으며, 타겟 항원간 조합을 통해 단일 항체로는 ADC 개발이 부적합했던 항원을 표적으로도 약물 개발이 가능할 것으로 예상된다. ADC의 표적 항원은 종양 세포에서 특이적으로 발현될수록 정상 세포에 대한 영향을 줄일 수 있으며, 특이적 발현 외에도 충분한 수준의 발현량도 필요하다.

또한 ADC의 페이로드는 세포 내로 들어가 항체로부터 떨어진 후 세포 독성을 나타내므로 세포 내재화가 빠른 항원이 ADC 개발에 적합하다. 이러한 특성으로 인해 임상 단계에 진입한 ADC 항원은 2~30개에 불과하다.

이중 항체 ADC는 종양 특이성이 높으나 발현량이 부족하거나 세포 내재화가 충분하지 못한 항원과 충분한 수용체 발현과 빠른 세포 내재화 특성을 가지고 있으나 종양 특이성이 다소 부족한 항원과의 조합함으로써 유효성과 안전성을 높일 수 있는 방법 중 하나로 판단한다. 아직 임상 단계에 진입한 이중 항체 ADC가 많지 않으나 이중 항체를 통한 안전성 개선이 임상 결과로 이어진다면 이중 항체 ADC에 대한 관심은 커질 것으로 예상된다.

에이비엘바이오의 이중 항체 ADC 개발 전략



자료: 에이비엘바이오, 유안타증권 리서치센터

결론 및 기업 분석

PD-(L)1 억제제는 종양 세포의 면역 항암 반응 회피를 억제하는 기전으로 다양한 암종, 다양한 병용 요법 등으로 사용되고 있다. 다양한 암종 및 병용 요법 개발을 통해 PD-(L)1 억제제는 견조한 매출 성장을 이어가고 있으나, 28년 이후 pembrolizumab, nivolumab을 시작으로 특허 만료 예정으로 바이오시밀러와의 경쟁은 불가피할 것으로 예상된다.

24년 ivonescimab의 중국 임상(HARMONi-2) 이후 PD-(L)1xVEGF 이중 항체는 차세대 면역 항암제로 주목받기 시작했으며 MSD, BMS를 포함한 빅파마들이 대규모 기술 도입 계약을 체결하고 있다. 또한 AZ는 23년 AZ 2.0 계획을 밝히며 volrustomig(PD-1xCTLA-4 이중 항체), rilvegostomig를 항암 요법 개발의 중심 축으로 개발하고 있다. 이중 항체는 단일 항체 병용 요법과 마찬가지로 유효성을 개선시키면서도 특정 환경에서 결합력을 높이는 특징을 통해 안전성에서 병용 요법 대비 우수한 장점이 있다. Ivonescimab은 pembrolizumab과의 직접 비교 글로벌 임상인 HARMONi-3 결과를 2H26부터 확인 가능할 것으로 예상되며, 유의미한 차이를 보인 중국 임상 결과를 이어갈 것으로 판단한다.

면역 관문 억제제뿐만 아니라 ADC 분야에서도 이중 항체 ADC가 임상 단계에 진입하고 있으며, 기존 ADC의 표적 관련 독성(on target toxicity)의 개선이 가능할 것으로 기대한다. 종양학에서 이중 항체 약물들의 성과가 가시화될 것으로 전망하며, 추천주로 에이비엘바이오, BioNTech와 관심주로 Akeso를 제시한다.

에이비엘바이오 (298380)

항암 파이프라인 성과 기대

Givastomig 병용 요법 긍정적 결과

GC 1L 표준 요법인 Nivolumab/화학요법과 givastomig(CLDN18.2x4-1BB) 병용 1b 임상 결과 공개. Givastomig 투약 용량은 8mg/kg, 12mg/kg 두 그룹으로 진행되었으며 각각 ORR 77%, 73%를 기록하며 CheckMate-649(Nivolumab/화학요법)의 47%를 상회. 또한 PD-L1, CLDN18.2 발현이 낮은 환자들에서도 83%의 ORR을 보이며 기존 치료제들이 허가 받지 못한 저발현 환자군으로 확대 가능성을 제시.

1Q26 Nivolumab/화학요법과 직접 비교 임상을 시작. 임상 데이터는 2H27 확인할 것으로 예상되며, 직접 비교 결과에서 임상적 이점이 확인 될 경우 givastomig 가치는 크게 높아질 것으로 기대. 1b 임상에서 3등급 이상 부작용은 두 용량 그룹 모두 56%를 기록했으나 동일한 화학요법(mFOLFOX6)을 병용한 CheckMate-649(60%), SPOTLIGHT(79%) 대비 양호.

임상 진입하는 항체 ADC

ABL206(ROR1xB7H3 ADC)가 1상 승인을 받았으며 ABL209(EGFRxMUC1 ADC)도 1Q26 IND를 신청할 계획으로 연내 2개 ADC 모두 임상 단계에 진입할 것으로 전망. ABL206는 종양 특이성이 높은 ROR1과 발현 수준이 높은 B7H3 항원을 조합함으로써 정상 세포에 대한 영향을 줄일 수 있을 것으로 기대. ABL209는 EGFR 항원의 우수한 세포 내재화를 활용하며, MUC1을 통한 독성 관리를 목표. AACR2026에서 이중 항체 ADC 전 임상 데이터를 공개할 예정.

매수 의견 및 목표 주가 28만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 21만원에서 28만원으로 상향. 목표 주가 상향은 givastomig의 CLDN18.2 저발현 환자 대상 가치 반영 및 BBB 셔틀 플랫폼에 대한 높은 수요가 지속됨에 따라 플랫폼 가치 상향에 기인.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 280,000원 (U)

직전 목표주가 210,000원

현재주가 (1/28) 241,500원

상승여력 16%

시가총액	133,127억원
총발행주식수	55,297,718주
60일 평균 거래대금	2,563억원
60일 평균 거래량	1,402,709주
52주 고/저	243,500원 / 33,000원
외인지분율	14.22%
배당수익률	0.00%
주요주주	이상훈 외 11 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.4	152.9	584.1
상대	(1.5)	101.5	339.8
절대 (달러환산)	22.9	155.6	588.4

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	66	33	140	102
영업이익	-3	-59	20	-8
지배순이익	-3	-56	22	-4
PER	-369.4	-23.7	398.3	-3,337.6
PBR	13.2	8.9	44.7	63.5
EV/EBITDA	-34,773.3	-21.4	391.2	-2,914.7
ROE	-3.7	-46.0	11.7	-1.9

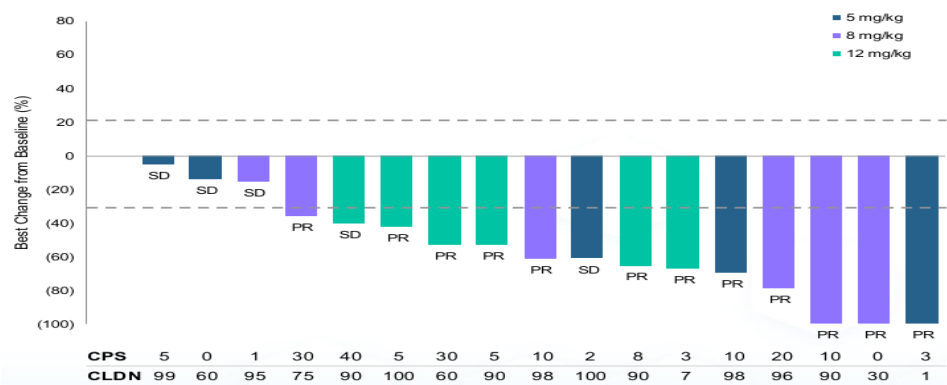
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

Givastomig, 긍정적인 초기 임상 결과

Givastomig(ABL111)은 nivolumab/화학요법의 병용 요법으로 진행 중인 1b 임상에서 긍정적인 결과를 공개했다. 25년 ESMO GI에서 공개된 1b 용량 증량 코호트에서 ORR은 71%로 CheckMate-649에서 nivolumab/화학요법군에서의 47% 대비 개선된 반응률을 보였다. 이번 1b 임상 결과에서는 용량 확장 코호트 환자를 포함한 결과를 공개했으며, 총 54명의 데이터를 공개했다. 이 중 12명은 지난해 공개된 용량 증량 코호트 환자였으며 42명은 용량 확장 코호트 환자들로 구성되었다.

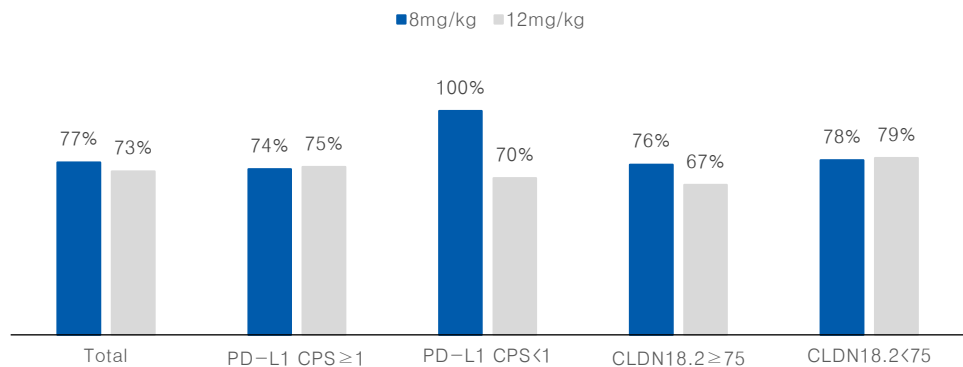
Givastomig 1b 임상 용량 증량 코호트 결과



자료: Novabridge, 유안타증권 리서치센터

Givastomig의 투약 용량은 8mg/kg, 12mg/kg 두 그룹으로 진행되었으며, 각각 27명의 환자가 투약을 받았다. ORR은 두 그룹에서 각각 77%와 73%로 25년에 확인된 높은 ORR은 투약 환자 증가에서도 동일한 결과를 보였다. ORR은 PD-L1이나 CLDN18.2와 같은 바이오마커 발현율과 관계없이 높았으며, 총 54명의 투약 환자 중 1명만 종양 크기 평가에서 PD를 기록했다. 투약 환자 중 PD-L1과 CLDN18.2 발현이 모두 낮은 환자는 6명이었으며, 5명에서 종양 크기가 감소했다.

Givastomig 1b 임상 ORR(용량 증량+ 용량 확장)



자료: Novabridge, 유안타증권 리서치센터

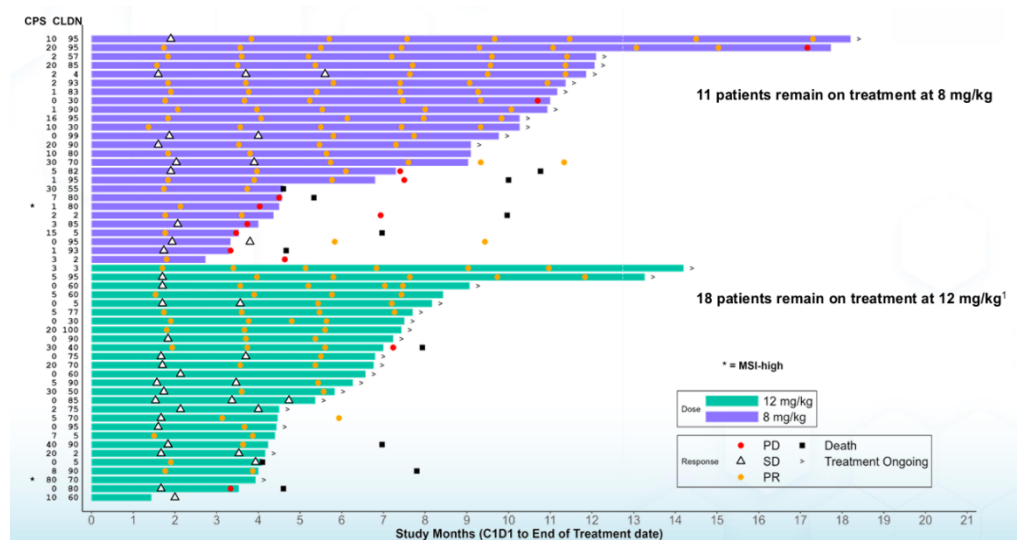
자료: Novabridge, 유안타증권 리서치센터

23

절반 이상의 위암 환자가 PD-L1 저발현 또는 음성 환자로 해당 환자군에서 givastomig과의 병용 요법에서 유의미한 결과를 보일 경우 BMS를 비롯한 PD-1 억제제를 보유한 빅파마들의 관심이 커질 것으로 판단하며, 파이프라인 가치도 크게 증가할 것으로 전망한다.

8mg/kg 투약 그룹에서 mPFS는 16.9개월을 기록했으며, 12mg/kg는 짧은 추적 관찰 기간(중앙값 6.8개월)으로 추후 확인 가능할 것으로 예상된다. 지난해 12월 초 기준 12mg/kg 투약 환자 27명 중 18명이 아직 치료를 지속하고 있었다. 18명의 투약 지속 환자 중 15명은 PR 환자로 PFS 개선으로 이어질 것으로 기대한다. CheckMate-649와 SPOTLIGHT(Zolbetuximab+화학요법)의 mPFS는 각각 7.7개월, 10.6개월에 불과했다.

환자별 치료 기간 현황

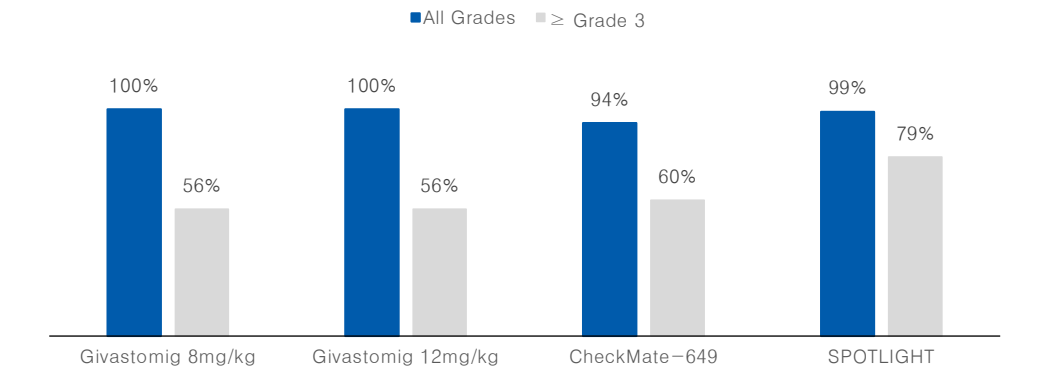


자료: Novabridge, 유안타증권 리서치센터

Nivolumab/화학요법에 givastomig까지 투약하면서 발생하는 부작용 관련 영향은 제한적인 것으로 판단한다. 8mg/kg 그룹과 12mg/kg 그룹에서의 3등급 이상 부작용 발생 빈도는 모두 56%였으나, 이는 CheckMate-649(60%), SPOTLIGHT(79%)와 비슷하거나 적은 수치였다. 모두 화학요법으로 mFOLFOX6(oxaliplatin+leucovorin+5-FU)과 병용한다는 공통점이 있으며, 화학요법 병용에 따른 높은 부작용 빈도로 추정된다.

1Q26 Givastomig/nivolumab/화학요법과 nivolumab/화학요법을 비교하는 임상 2상 첫 환자 투약 예정으로 직접 비교에서 givastomig 추가 코호트에서 유의미한 차이를 보일 경우 L/O 가능성은 매우 높을 것으로 판단한다. Givastomig은 2상 외에도 4Q25부터 PD-L1과 CLDN18.2 저발현 환자 대상 임상을 시작했으며, 26년 GC neoadjuvant, BTC 1L, PDAC 1L에서 임상을 시작할 예정이다.

약물 관련 부작용(TRAЕ) 빈도



자료: Novabridge, 유안타증권 리서치센터

Givastomig 개발 계획

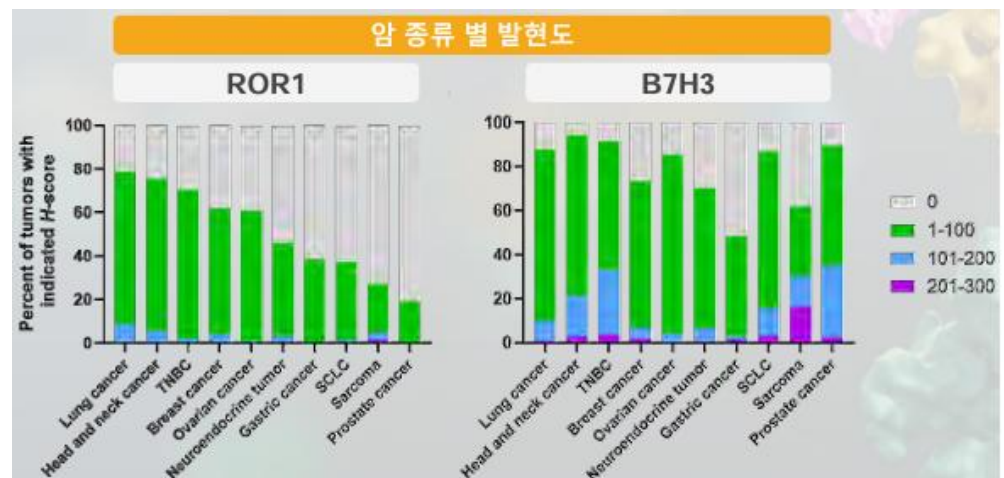
Program	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Anticipated Milestones
Gastric Cancer CLDN18.2+	1L Dose Expansion (Giva + Nivo + Chemo)			Topline Data Jan-2026
	1L Randomized Phase 2 (Giva + Nivo + Chemo) vs. (Nivo + Chemo)			FPI Q1 2026
	1L CLDN18.2 Low and PD-L1 Low (Giva + Chemo ± Nivo)			FPI Q4 2025
	II T – Neoadjuvant Locally Advanced (Giva + CPI + Chemo)			FPI 2H 2026
Other GI Malignancies CLDN18.2+	1L BTC (Giva + CPI + Chemo)			FPI 1H 2026
	1L PDAC (Giva + Chemo)			FPI 1H 2026

자료: Novabridge, 유안타증권 리서치센터

ABL206 임상 단계 진입

ABL206(NEOK001)은 임상 시험 계획을 승인 받으면서 임상 단계에 진입할 예정이다. ABL206은 ROR1xB7H3 이중 항체 ADC로 정상 세포에서 발현 수준이 낮은 ROR1을 표적 단백질로 함으로써 종양 선택성을 높이며, 부작용을 낮출 수 있을 것으로 보인다. 다만, ROR1은 다수 암종에서 발현되거나 발현 수준이 낮은 한계가 있다. ABL206은 ROR1 표적과 발현 수준이 높은 B7H3 표적을 조합함으로써 종양 세포에 대한 선택성을 높이면서도 부족한 타겟 수용체 발현을 보완할 수 있도록 개발되었다.

종양별 ROR1 과 B7H3 발현도



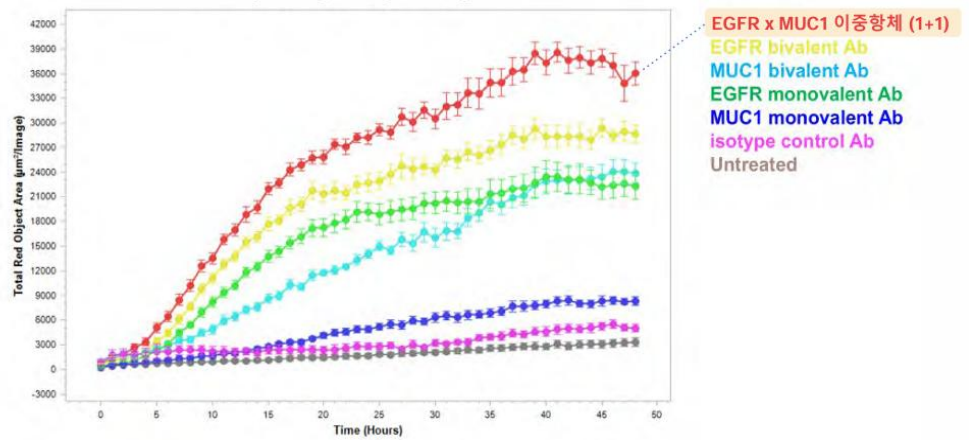
자료: 에이비엘바이오, 유안타증권 리서치센터

ABL209(NEOK002)도 1Q26 IND를 제출할 예정으로 연내 임상을 시작할 것으로 예상된다. ABL206과 마찬가지로 ABL209는 EGFRxMUC1 이중 항체 ADC로 EGFR 수용체가 가지는 우수한 세포 내재화(internalization)과 MUC1 타겟을 통해 부작용을 개선하도록 설계되었다.

두 ADC는 모두 topoisomerase 1 억제제를 페이로드로 사용하고 있으며 전임상 시험에서 단일 항체 대비 우수한 효능 또는 세포 내재화 효과 등을 보였다. AACR 2026에서 전임상 데이터를 공개할 예정으로 타겟에 대한 결합력 차이 등을 통해 세부적인 개발 전략 등을 추정할 수 있을 것으로 판단한다.

ABL209 세포 내재화 평가 실험 결과

Fabfluor-pH¹ signal by incucyte²



자료: 에이비엘바이오, 유안타증권 리서치센터

매수 의견 및 목표 주가 28만원으로 상향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가를 기존 21만원에서 28만원으로 상향한다. 목표 주가 상향은 givastomig(ABL111, CLDN18.2x4-1BB)의 CLDN18.2 저발현 환자 가치를 반영했으며 Grabody-B(BBB 서틀) 가치 상향에 기인하며, ABL103(B7H4x4-1BB)과 ABL301(IGF1R α -synuclein)의 가치는 26년으로 기준 연도를 바꾸며 소폭 조정한 가치를 반영했다.

Givastomig은 nivolumab/화학요법 병용과 진행한 1b 임상에서 PD-L1, CLDN18.2 발현에 관계없이 높은 ORR을 보였으며, 8mg/kg 그룹에서 mPFS 16.9개월을 기록하며 경쟁력 있는 데이터를 확인했다. 또한 추적 기간이 짧은 12mg/kg 그룹에서 18명의 투약 지속 환자 중 15명이 PR 반응 환자로 이후 임상 데이터에서 연장된 mPFS를 기록할 것으로 기대한다. Givastomig는 1Q26 임상 2상을 시작했으며, 2상에서 nivolumab/화학요법과 직접 비교로 임상을 진행할 예정이다. 직접 비교에서 givastomig까지 추가된 코호트에서 임상 지표 개선을 확인할 경우 BMS를 비롯한 빅파마들의 L/O 가능성은 높을 것으로 판단한다.

최근 노바티스는 SciNeuRo와 최대 17억 달러 규모의 알츠하이머 치료제 파이프라인을 도입하는 계약을 체결했다. L/O 파이프라인은 항체에 BBB 투과 플랫폼이 결합한 파이프라인으로 trontinemab의 임상 결과 이후 BBB 서틀에 대한 높은 기대가 계속되고 있는 것으로 판단한다. 노바티스는 25년 Sironax, BioArctic 등과도 BBB 서틀 플랫폼 계약을 체결했으며, 일라이릴리도 지난해 동사 Grabody-B 플랫폼을 도입하는 등 기존 BBB 서틀 플랫폼을 확보한 빅파마들에서도 추가적인 BBB 투과 기술에 대한 수요가 계속되고 있는 것으로 판단한다. BBB 서틀에 대한 높은 글로벌 수요 등이 이어지고 있으며 동사의 추가적인 L/O 가능성도 높은 것으로 판단, 기술 이전 마일스톤 할인율을 기존 20%에서 10%로 변경한다.

에이비엘바이오 목표 주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 파이프라인 가치	8,119	
A. ABL111	4,439	성공률 40.6% 적용 (33.8%에서 20%할증)
B. ABL103	1,443	성공률 25.9% 적용
C. ABL301	2,237	성공률 25.9% 적용
2. 플랫폼 가치	7,125	
A. GSK L/O	3,699	총 L/O 계약 규모의 90% 적용
B. Eli Lilly L/O	3,426	
3. 순차입금	-214	26년말 예상
4. 총 주식수	55,298	
5. 주당 가치	279,547	(1+2-3)/4
6. 목표 주가	280,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

ABL111 미국 매출 추정

(단위: 명, 백만달러, 십억원)

	적용 값	26	27	28	29	30	31		43
위암 환자수	연 1% 성장	26,958	27,227	27,500	27,775	28,052	28,333	...	31,926
식도암 환자수	연 2% 성장	22,395	22,843	23,300	23,766	24,241	24,726		31,358
위암 3-4기	45.7%	12,320	12,443	12,567	12,693	12,820	12,948		14,590
식도암 3-4기	50.3%	11,265	11,490	11,720	11,954	12,193	12,437		15,773
HER2- /CLDN18.2+	38.4%	7,336	7,444	7,554	7,666	7,780	7,896		9,444
점유율 (CLDN18.2+)		0%	0%	0%	0%	8%	15%		35%
HER2- /CLDN18.2-	35.2%	6,724	6,824	6,925	7,027	7,132	7,238		8,657
점유율 (CLDN18.2-)		0%	0%	0%	0%	0%	15%		65%
개발 단계		임상2상		임상3상		출시			
투약 환자수		0	0	0	0	622	2,270		8,500
매출액		0	0	0	0	156	568		1,454

자료: 유안타증권 리서치센터

에이비엘바이오 (298380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	66	33	140	102	167
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	66	33	140	102	167
판매비	68	93	120	110	125
영업이익	-3	-59	20	-8	42
EBITDA	0	-57	24	-4	45
영업외손익	0	4	2	4	5
외환관련손익	1	1	-1	0	0
이자손익	-1	2	2	3	4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	1	1	1	1
법인세비용차감전순이익	-3	-56	22	-4	47
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	-3	-56	22	-4	47
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3	-56	22	-4	47
지배지분순이익	-3	-56	22	-4	47
포괄순이익	-3	-56	22	-4	47
지배지분포괄이익	-3	-56	22	-4	47

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-28	-69	11	-6	45
당기순이익	-3	-56	22	-4	47
감가상각비	2	2	3	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-33	-21	-20	-11	-11
기타현금흐름	5	5	7	6	6
투자활동 현금흐름	30	-47	65	2	2
투자자산	37	34	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-9	-17	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-72	82	2	2
재무활동 현금흐름	1	145	25	15	-12
단기차입금	-1	43	4	-1	2
사채 및 장기차입금	2	-43	0	30	0
자본	3	150	35	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-5	-14	-14	-14
연결범위변동 등 기타	0	0	88	34	83
현금의 증감	3	28	189	45	118
기초 현금	25	28	56	246	290
기말 현금	28	56	246	290	408
NOPLAT	-3	-59	20	-8	42
FCF	-34	-78	-6	-6	45

자료: 유안타증권

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

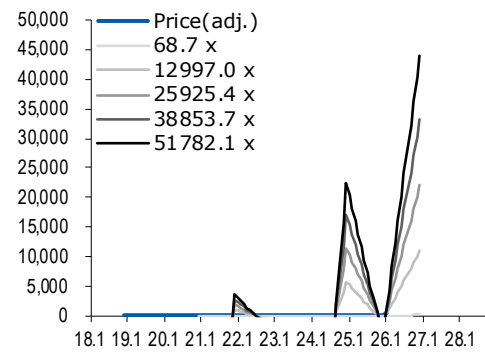
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	76	144	265	301	426
현금및현금성자산	28	56	246	290	408
매출채권 및 기타채권	0	1	4	2	3
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	85	88	104	101	98
유형자산	76	85	101	98	95
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	4	0	0	0	0
자산총계	160	232	369	402	524
유동부채	42	63	145	155	225
매입채무 및 기타채무	9	14	94	68	112
단기차입금	0	43	43	43	43
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	44	1	9	37	41
장기차입금	43	0	0	30	30
사채	0	0	0	0	0
부채총계	86	65	154	192	266
지배지분	74	167	214	210	257
자본금	24	27	28	28	28
자본잉여금	364	511	545	545	545
이익잉여금	-342	-398	-376	-380	-333
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	74	167	214	210	257
순차입금	-27	-98	-201	-214	-330
총차입금	44	44	48	76	78

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-55	-1,156	435	-72	852
BPS	1,547	3,094	3,877	3,804	4,655
EBITDAPS	-1	-1,122	438	-81	821
SPS	1,370	658	2,575	1,852	3,022
DPS	0	0	0	0	0
PER	-369.4	-23.7	398.3	-3,337.6	283.5
PBR	13.2	8.9	44.7	63.5	51.9
EV/EBITDA	-34,773.3	-21.4	391.2	-2,914.7	285.9
PSR	14.9	41.7	67.4	130.4	79.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-2.6	-49.0	320.5	-27.1	63.2
영업이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	적전	-654.8
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	적전	-1,277.3
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-4.0	-177.8	14.6	-7.5	25.4
지배순이익률 (%)	-4.0	-166.2	16.0	-3.9	28.2
EBITDA 마진 (%)	0.0	-170.5	17.0	-4.4	27.2
ROIC	30.3	-105.8	44.2	-61.8	-142.5
ROA	-1.5	-28.3	7.5	-1.0	10.2
ROE	-3.7	-46.0	11.7	-1.9	20.1
부채비율 (%)	116.2	38.7	72.0	91.1	103.4
순차입금/자기자본 (%)	-37.0	-58.6	-93.7	-101.7	-128.2
영업이익/금융비용 (배)	-1.2	-1,647.4	21.2	-5.8	25.9

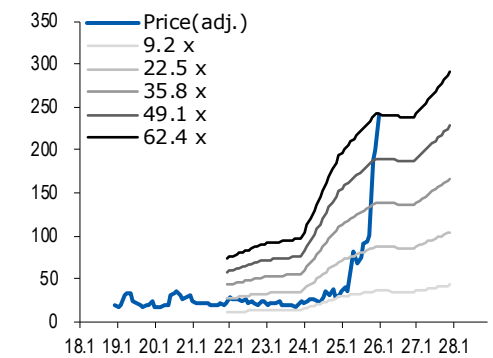
P/E band chart

(천원)

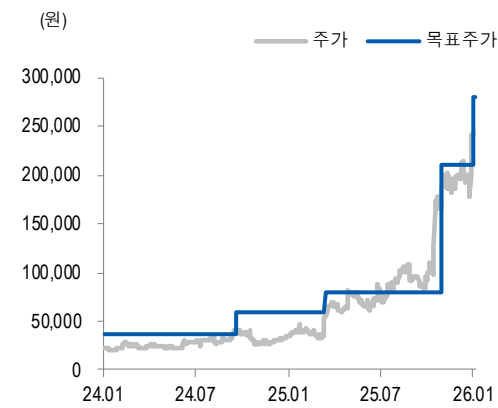


P/B band chart

(천원)



에이비엘바이오 (298380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-29	BUY	280,000	1년		
2025-11-28	BUY	210,000	1년	-5.34	15.95
2025-04-10	BUY	80,000	1년	9.07	123.50
2024-10-17	BUY	60,000	1년	-41.80	-12.33
2024-01-29	BUY	36,000	1년	-26.28	14.86
2023-11-16	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	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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.

BioNTech (BNTX US)

종양학에서 거대한 잠재력 보유

Pumitamig의 차별성

24년 HARMONi-2 임상(Ivonescimab vs Pembrolizumab) 발표 이후 빅파마들의 PD-(L)1xVEGF 이중 항체 관련 L/O 증가. Pumitamig는 주요 PD-(L)1xVEGF 이중 항체 파이프라인 중 유일하게 PD-L1을 표적. PD-L1을 타겟으로 하므로 T 세포가 아닌 종양 미세 환경을 표적화 하며, 부작용 등에서 이점을 가질 것으로 기대.

26년말까지 8개의 허가용 임상에 진입할 예정이며, 임상 2상에서 TNBC, EGFRm NSCLC 등에서 PD-L1 발현율과 관계없이 높은 ORR 등을 확인. Pumitamig의 26년 공개될 임상 데이터 중 중국 TNBC 3상 결과가 중요할 것. Pembrolizumab 등 PD-(L)1 항체가 TNBC 1L으로 허가되었으나 CPS $\geq$ 10 이상인 환자들에 한정. Pumitamig의 TNBC 1L 중국 임상은 all-comers 환자 대상으로 진행 중으로 임상 결과에 따라 글로벌 임상인 ROSETTA Breast-01(TNBC-CPS $\geq$ 10)에 대한 기대감으로 이어질 수 있을 것.

25년 BMS와 pumitamig에 대한 파트너십 계약을 체결했으며, 향후 비용 및 수익을 50:50으로 분담할 예정. BMS는 nivolumab을 포함해 3개의 면역 항암제를 승인받은 면역 항암제 시장의 주요 플레이어 중 하나라는 점에서 파트너십을 통해 임상 개발 및 상업화 역량 등을 보완한 계약으로 평가.

ADC, mRNA에서도 성과 확인할 26년

면역 항암제 외에 다수 ADC 파이프라인과 mRNA 항암 백신 등이 임상 시험을 진행 중. T-Pam(HER2 ADC)는 개발 중인 ADC 중 가장 임상 단계가 빠른 파이프라인으로 26년 HER2-low 유방암 환자 대상 임상 결과 확인 예정. 해당 임상 결과를 통해 T-Dxd와의 간접 비교 및 경쟁력을 판단할 수 있을 것. ADC는 단독 요법뿐 아니라 Pumitamig와의 병용 요법도 개발 중으로 경쟁 ADC와 차별화되는 요소. HNSCC 1L에서 Pembrolizumab과 BNT113(mRNA 항암 백신) 병용 임상 결과도 연내 확인 가능할 전망.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가

-달러 (I)

직전 목표주가

-달러

현재주가 (1/27)

119.34달러

상승여력

-

시가총액	309억달러
총발행주식수	259,027,500주
90일 평균 거래대금	1억달러
90일 평균 거래량	1,025,272주
52주 고/저	126.77달러 / 81.20달러
배당수익률	0.00%
주요주주	
1. AT IMPF GMBH	39.1%
2. MEDINE GMBH	15.1%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	26.3	13.6	-4.0

Forecasts and valuations (GAAP 연결)

(백만달러, 달러, %, 배)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024
매출액	22,445	18,233	4,130	2,976
영업이익	18,077	13,316	747	-1,422
당기순이익	12,174	9,937	1,006	-720
PER	5.7	3.7	24.8	-
PBR	4.7	1.7	1.1	1.4
EV/EBITDA	3.5	1.6	7.3	-
ROE	155.2	59.1	4.6	-3.4

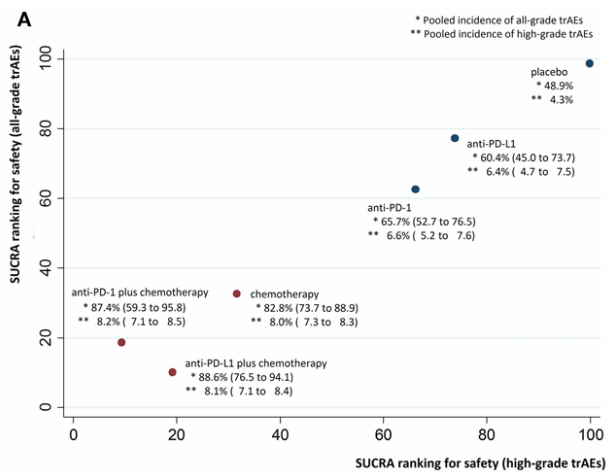
자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

종양 미세 환경 표적 가능한 Pumitamig

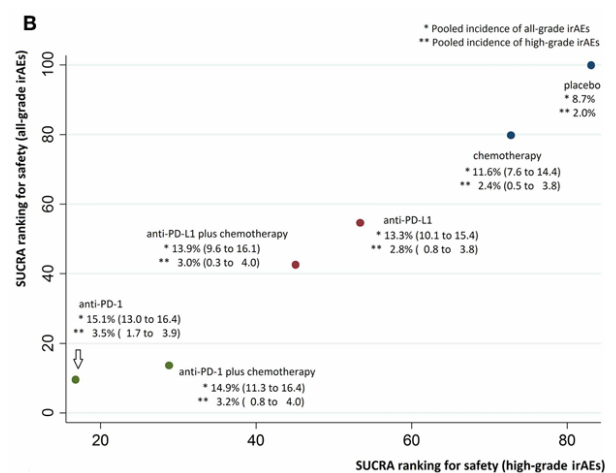
주요 PD-(L)1xVEGF 파이프라인들이 PD-1xVEGF 이중 항체인 반면 pumitamig(BNT327)은 PD-L1을 표적으로 하고 있다. T 세포 표면의 PD-1과 결합하는 PD-1 항체는 전신의 T 세포에 작용하는데 반해 종양 세포나 항원 제시 세포 표면에 발현되는 PD-L1과 결합하는 PD-L1 항체는 종양 미세 환경을 중심으로 작용하는 차이가 있다. 이러한 차이로 PD-1 항체보다 PD-L1 항체에서 안전성이 우수한 경향을 보이는 것으로 알려져 있다. PD-(L)1 항체와 마찬가지로 PD-(L)1xVEGF 항체들도 화학요법이나 ADC 등과의 다양한 병용 요법 임상이 중요하며, 우수한 안전성은 병용 요법 개발에서 경쟁 요소가 될 것으로 판단한다.

TRAEs 비교



자료: Frontiers in Oncology, 유안타증권 리서치센터

irAEs 비교



자료: Frontiers in Oncology, 유안타증권 리서치센터

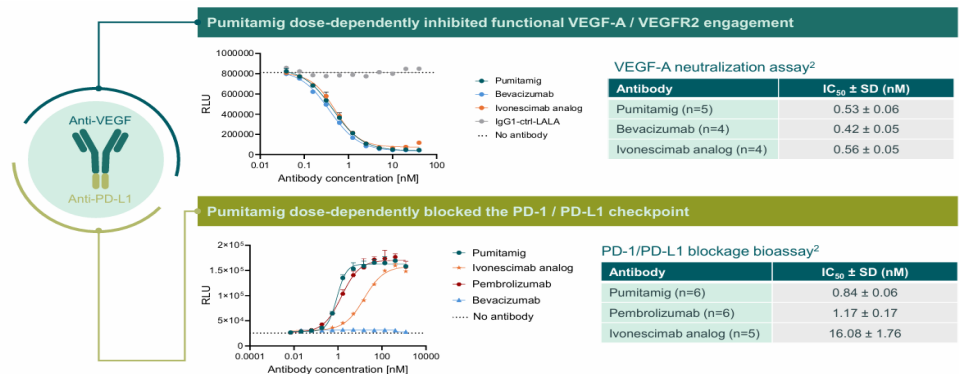
Pumitamig와 경쟁 기전 비교

	Blocking of PD-1/PD-L1 signaling	Neutralization of VEGF	Cooperative effect linking PD-L1 and VEGF binding	TME Targeting by anti-PD-L1	Pumitamig¹ Dual targeting of TME VEGF targeted PD-L1 inhibition Anti-VEGF-A  Anti-PD-L1 PD-L1 targeted VEGF neutralization
Pumitamig PD-L1/VEGF Bispecific	YES	YES	YES	YES	
PD-1/VEGF Bispecific	YES	YES	YES	NO	
PD(L)1 + VEGF Monospecific	YES	YES	NO	NO	

자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

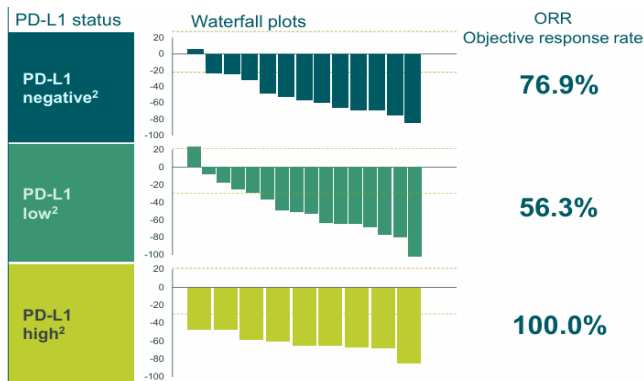
다른 PD-(L)1xVEGF 이중 항체와 마찬가지로 pumitamig도 협력적 결합을 통해 종양 미세 환경에서 특이적으로 작용하며, VEGF에 대한 결합력은 ivonescimab과 유사한 반면 PD-(L)1 항원과의 결합력은 ivonescimab보다 높다. Pumitamig는 초기 임상에서 NSCLC, TNBC 등 종양에서 임상적 효과를 확인했으며, PD-L1 발현율에 관계없이 효과를 보이면서 현재 PD-(L)1 항체가 확대하지 못한 PD-L1 발현율을 가진 환자군으로 확대가 가능할 것으로 예상된다.

Pumitamig 와 Ivonescimab 비교(전임상)



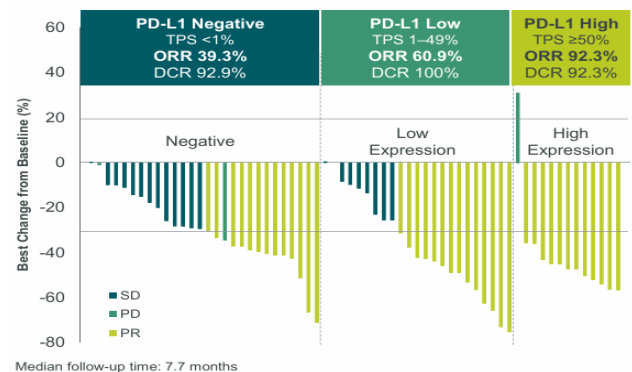
자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

PD-L1 발현율에 따른 ORR 비교(TNBC)



자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

PD-L1 발현율에 따른 ORR 비교(mEGFR NSCLC)



자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

BioNTech는 26년말까지 8개의 pivotal 임상을 진행할 예정으로 29년부터 결과를 확인할 수 있을 예정이다. 26년에는 중국에서 진행 중인 TNBC 1L 임상의 중간 결과와 NSCLC, ES-SCLC를 비롯한 다수 암종에서의 단독 또는 ADC 병용 요법의 초기 임상 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 중국에서 진행되고 있는 TNBC 1L 임상은 PD-L1 발현율에 상관없이 투약 가능한 all-comers 환자를 대상을 진행되고 있다. PD-(L)1 항체가 CPS ≥10인 TNBC 환자에서만 효과를 보이면서 여전히 CPS<10인 환자군에서 새로운 치료법에 대한 미충족 수요가 크다. 중국 임상 결과를 통해 TNBC(CPS<10) 환자들을 대상으로 한 글로벌 임상인 ROSETTA Breast-01의 성공 가능성도 예측할 수 있을 것으로 판단한다.

Pumitamid 임상 개발 현황

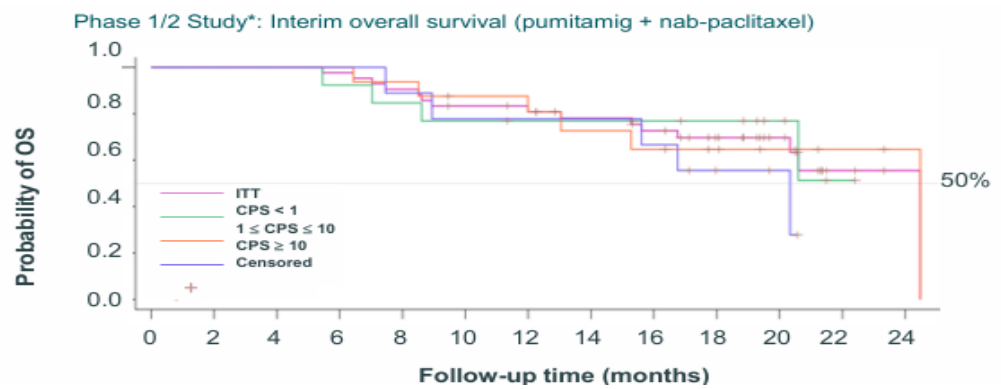
Indication	Lung cancers			Breast cancers		Gyn cancers			GI cancers			GU cancers		Other cancers			
	NSCLC AGA-	NSCLC EGFRm	SCLC	TNBC	HR+/ HER2- BC	Endometrial	Cervical	OC	GC/GEJ	CRC	PDAC	HCC	RCC	Prostate	GBM	HNSCC	Melanoma
Regimen																	
Pumitamid ¹ Monotherapy																	
Pumitamid ¹ + Chemo																	

Registrational trial

Phase 1/2 trial

자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

TNBC 1L OS 추이



자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

CPS 점수에 따른 TNBC 임상 하위 분석(Pembrolizumab)

Subgroup	No. of Patients	Median Overall Survival		Hazard Ratio for Death (95% CI)	
		Pembrolizumab- chemotherapy mo	Placebo- chemotherapy		
Overall	847	17.2	15.5	0.89	(0.76–1.05)
PD-L1 CPS cutoff of 1					
CPS ≥ 1	636	17.6	16.0	0.86	(0.72–1.04)
CPS < 1	211	16.2	14.7	0.97	(0.72–1.32)
PD-L1 CPS cutoff of 10					
CPS ≥ 10	323	23.0	16.1	0.71	(0.54–0.93)
CPS < 10	524	14.7	15.2	1.04	(0.85–1.26)
PD-L1 CPS cutoff of 20					
CPS ≥ 20	204	24.0	15.6	0.72	(0.51–1.01)
CPS < 20	643	15.9	15.5	0.96	(0.80–1.14)

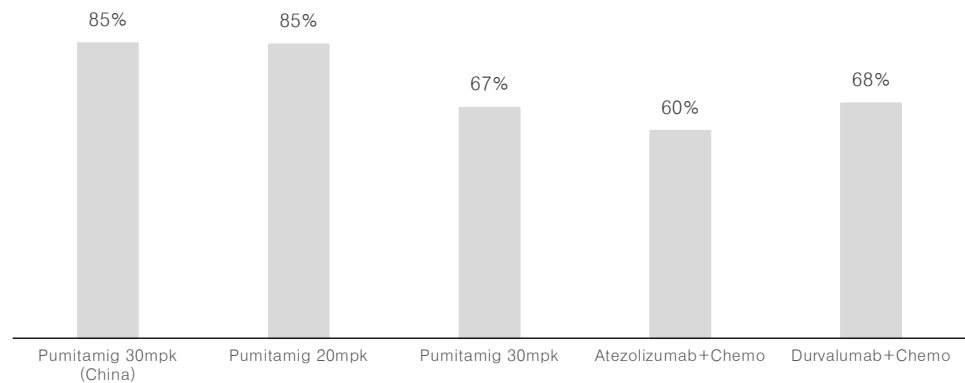
0.25 0.50 1.00 2.00 4.00

Pembrolizumab–Chemotherapy Better Placebo–Chemotherapy Better

자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

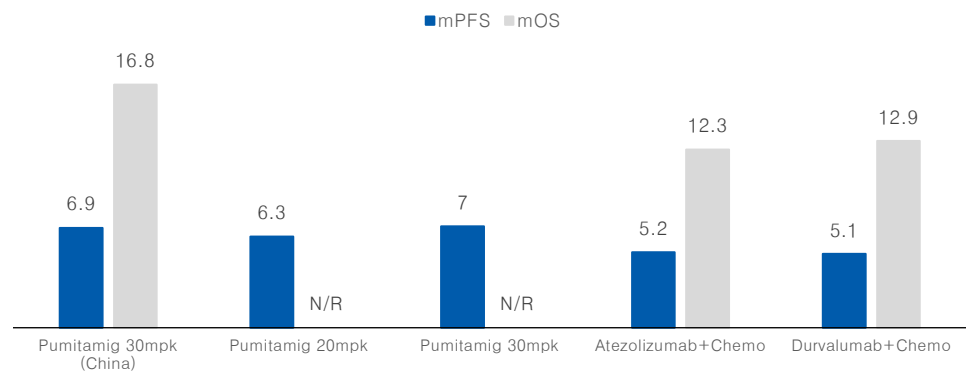
ES-SCLC 2상 결과도 SCLC에서 pumitamig의 경쟁력 확인이 가능할 것으로 전망된다. SCLC는 전체 폐암 환자 중 15% 정도에서 발생하는 암종이나 다양한 치료제가 승인된 NSCLC와 달리 제한적인 항암 요법과 생존 기간이 짧다. ES-SCLC 1L에서 atezolizumab/화학요법 또는 durvalumab/화학요법이 사용되고 있으나 mPFS는 5개월 정도로 짧으며 mOS도 12~13개월에 불과하다. Pumitamig는 중국 임상에서 mPFS 6.9개월, mOS 16.8 개월을 기록했으며, 글로벌 임상에서도 mPFS 7.0개월로 중국 임상과 유사한 결과를 확인했다. 중국 결과와 비슷한 수준의 mOS를 확인할 수 있을 것으로 보이며, 기존 치료법 대비 경쟁력을 가질 것으로 판단한다.

ES-SCLC 1L ORR 결과 비교(간접 비교)



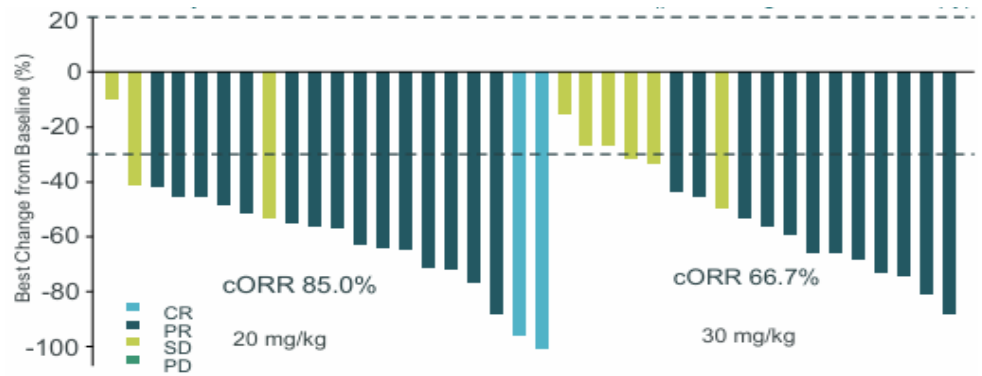
자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

ES-SCLC 1L mPFS, mOS 결과 비교(개월, 간접비교)



자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

ES-SCLC 환자별 종양 감소율



자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

다수 ADC 파이프라인 보유

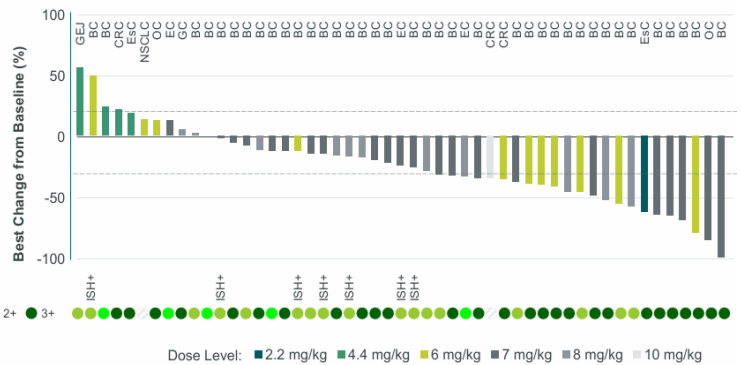
Pumitamig 등 면역 항암제와 함께 다수의 ADC 파이프라인의 임상을 진행하고 있다. T-Pam(Trastuzumab Pamirtecán)은 가장 임상 단계가 빠른 ADC로 HER2를 표적 항원으로 하고 있다. 1/2a 임상에서 T-Pam은 HER2 low 유방암에서 ORR 38.5%, DCR 84.6%를 기록했으며, 중국에서 진행된 HER2 양성 유방암 3L으로 T-DM1(Trastuzumab Emtansine, Kadcyla)과 비교한 임상에서 1차 평가 지표를 만족했다. T-Dxd(Trastuzumab Deruxtecan, Enhertu)과의 직접 비교 임상 결과가 없으나 T-DM1과의 비교 임상 결과와 26년 공개 예정인 HER2 low 유방암 2L에서 진행되는 글로벌 임상 결과를 통해 T-Dxd와의 간접적인 비교가 가능할 것으로 판단한다.

T-Pam 1/2a 임상 결과

Anti-tumor activity
in heavily pretreated HER2-
expressing patients

	ORR, %	DCR, %
All patients (n=52)	44.2	88.5
HER2+ breast cancer (n=26)	50.0	96.2
HER2 low breast cancer (n=13)	38.5	84.6

HER2 IHC Status: ● 1+ ● 2+ ● 3+



자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

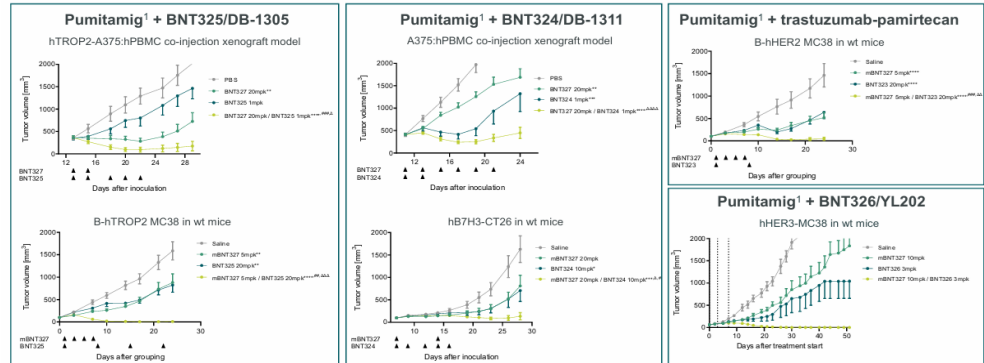
HER2 ADC 외에도 B7-H3, TROP2, HER3 등 다수의 단일 항체 ADC와 EGFRxHER3 이중 항체 ADC까지 초기 임상 단계에 있다. 이들 ADC는 단독 요법 외에도 pumitamig와 병용 요법으로 임상을 진행하고 있어 동일 표적 ADC와의 차별화된 경쟁력이 될 수 있을 것으로 보인다.

ADC 파이프라인 현황

	T-Pam ¹	BNT324/DB-1311 ¹	BNT325/DB-1305 ¹	BNT326/YL202 ²	BNT329	BNT3212							
													
Target:	HER2	B7H3	TROP2	HER3	CA19-9	EGFRxHER3							
Payload:	topo I inhibitor	topo I inhibitor	topo I inhibitor	topo I inhibitor	topo I inhibitor	topo I inhibitor							
Clinical status	1,100+ patients dosed - Ph3: HR+HER2-low mBC - Ph1/2: multiple solid tumors (EC cohort fully recruited) - Ph1/2: pumitamig combo (HR+ and HR- HER2+, low and null BC)	600+ patients dosed - Ph1/2: multiple solid tumors - Ph1/2: combo with pumitamig and BNT325	500+ patients dosed - Ph1/2: multiple solid tumors - Ph2: combo with pumitamig and BNT324	600+ patients dosed - Ph1/2: multiple solid tumors - Ph1/2: combo with pumitamig (NSCLC, other solid tumors).	Ph1/2: multiple solid tumors	- Ph1/2: multiple solid tumors - Ph1/2: pumitamig combo							
	More novel next-gen ADCs to come...												
Expression level by indication ³	Target	NSCLC	SCLC	HER2+ BC	HR+ BC	TNBC	CRC	Gastric	Ovarian	PDAC	HNSCC	Prostate	Other high expression indications
High	HER2												Gynecologic
Medium / Low	TROP2												UC, EC
	B7H3												
Very low / None	HER3												UC, BTC, EC
	CA19-9												

자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

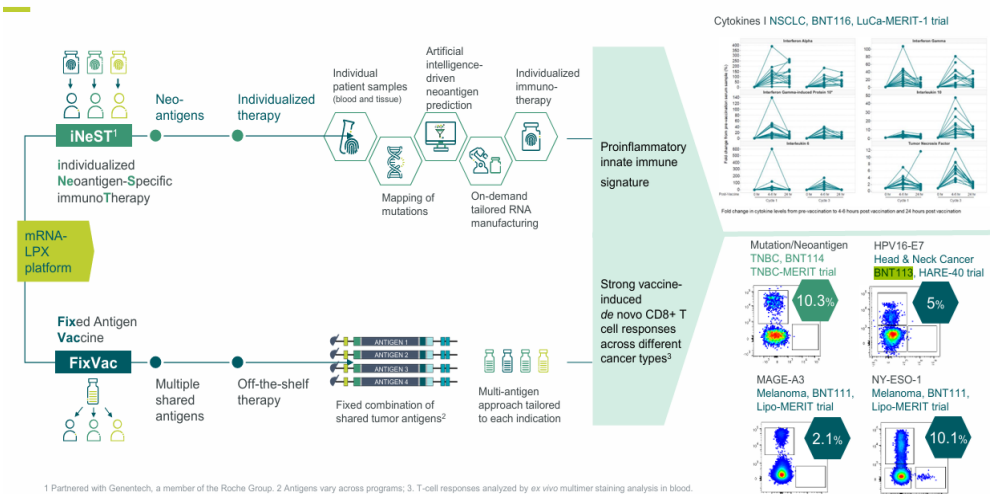
Pumitamidig 와 ADC 병용 효과(전임상)



자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

BioNTech는 개인 맞춤형 암백신인 iNeST와 범용 mRNA 암백신 파이프라인을 개발 중에 있으며 HNSCC 1L에서 pembrolizuma과 BNT113의 병용 요법 결과를 26년 내 확인 가능할 전망이다. BNT113 임상에서 긍정적인 결과를 확인할 경우 Pumitamidig, ADC와의 병용 요법 임상 확대에 이어질 수 있을 것으로 예상된다.

mRNA 백신 플랫폼



1 Partnered with Genentech, a member of the Roche Group. 2 Antigens vary across programs; 3. T-cell responses analyzed by ex vivo multimer staining analysis in blood.

자료: BioNTech, 유안타증권 리서치센터

BMS와 공동 연구 개발 계약 체결

BioNTech는 25년 BMS와 pumitamid에 대한 공동 개발 및 상업화와 관련된 110억 달러 규모의 대규모 파트너십 계약을 체결했다. 계약금 15억 달러와 28년까지 총 20억 달러를 추가적으로 수령할 예정이며, 개발 및 허가 등에 따라 76억 달러의 마일스톤 수령도 가능하다. 개발 및 상업화 비용과 상업화 후 수익은 BioNTech와 BMS가 50:50으로 분담하게 된다.

BMS는 ipilimumab(Yervoy), nivolumab(Opdivo)와 nivolumab/relatlimab(Opdualag)까지 총 3개의 면역 관문 억제제를 보유하고 있으며, 기전적으로도 CTLA-4, PD-1, LAG-3로 다양하다. BMS는 이번 계약을 통해 가장 개발이 앞선 PD-(L)1xVEGF 이중 항체 파이프라인 중 하나를 보유하게 되었으며, BioNTech는 BMS의 면역 관문 억제제 임상 및 상업화 능력을 확보할 수 있을 것으로 보인다.

BioNTech는 과거 화이자와의 Cominarty(COVID-19 백신) 공동 개발 계약을 통해 부족했던 임상, 제조 및 글로벌 유통 역량을 확보하며 COVID-19 백신 개발 경쟁에서 성공적으로 백신 상업화에 성공한 바 있다.

BioNTech (BNTX.US) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 백만달러)					
결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	551	22,445	18,233	4,130	2,976
매출액증가율 (%)	344.2	3,834.4	-8.8	-77.9	-28.0
매출원가	68	3,444	3,155	649	586
매출총이익	483	19,001	15,078	3,482	2,391
판매비	124	398	573	603	648
영업이익	-94	18,077	13,316	747	-1,422
영업이익증가율 (%)	-53.7	-19,311.0	-26.3	-94.4	-290.4
EBITDA	-50	18,166	13,446	945	-1,099
영업외손익	72	281	-328	-536	-689
외환관련손익	49	-78	-68	273	17
이자손익	1	2	-46	-	-
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	23	357	-214	-422	-232
법인세비용차감전순이익	-166	17,796	13,644	1,283	-733
법인세비용	-184	5,623	3,707	277	-13
계속사업순이익	17	12,174	9,937	1,006	-720
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	12,174	9,937	1,006	-720
당기순이익증가율 (%)	-108.7	70,056.8	-18.4	-89.9	-171.5

현금흐름표 (단위: 백만달러)					
결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-15	1,052	14,301	5,809	225
당기순이익	17	12,174	9,937	1,006	-720
유형자산상각비	44	89	130	198	322
기타비현금손익 조정	29	1,481	-525	-1,424	-698
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-57	-519	66	89	81
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-165	-670	-37	-7,522	-2,251
인수 및 사업	-69	-25	395	-364	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-75	-151	-347	-270	-310
유형자산 감소	1	4	1	0	0
기타현금흐름	0	-467	-50	-6,395	-1,762
재무활동 현금흐름	1,022	111	-1,495	-842	-50
차입금 증감	162	-79	-62	-43	-50
자본금 증감	860	190	-923	-799	0
현금배당	0	0	-510	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증감	789	571	12,831	-2,570	-2,076
기초 현금	635	1,378	1,813	15,351	12,071
기말 현금	1,479	1,927	14,862	12,905	10,103
NOPAT	68	12,366	9,698	586	-1,202
FCF (Free Cash Flow)	-91	902	13,954	5,540	-85

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표 (단위: 백만달러)					
결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	2,038	17,161	23,481	21,605	19,460
현금및현금성자산	1,479	1,927	14,862	12,905	10,103
매출채권	202	14,098	7,654	2,385	1,515
재고자산	78	572	471	396	293
비유동자산	797	864	1,454	3,849	3,856
유형자산	398	593	879	1,075	1,225
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	41	93	171	237
자산총계	2,835	18,025	24,934	25,454	23,316
유동부채	741	3,964	3,160	2,291	2,611
매입채무 및 미지급금	125	1,969	857	973	446
단기차입금	11	148	39	31	41
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	417	519	292	763	616
장기차입금	187	20	2	3	0
부채총계	1,157	4,483	3,453	3,054	3,227
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	1,851	1,906	1,958	1,360	1,447
이익잉여금	-501	11,253	20,172	21,866	19,765
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,677	13,542	21,482	22,400	20,089
순차입금	-1,178	-1,552	-14,596	-18,036	-16,563
총차입금	301	375	266	274	304

재무지표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	0.1	49.9	40.8	4.2	-3.0
BPS	6.9	54.9	89.1	94.2	83.7
EBITDAPS	-0.1	4.3	58.8	24.1	0.9
SPS	2.3	92.0	74.9	17.2	12.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	1,081.2	5.7	3.7	24.8	-
PBR	11.7	4.7	1.7	1.1	1.4
EV/EBITDA	-	3.5	1.6	7.3	-
PSR	32.6	2.9	2.0	6.0	9.6
ROE	1.6	155.2	59.1	4.6	-3.4
ROIC	5.9	136.5	53.3	2.6	-5.5
ROA	1.0	113.4	48.2	4.0	-2.9
부채비율 (%)	18.0	2.8	1.2	1.2	1.5
순차입금/자기자본 (%)	-70.3	-11.5	-67.9	-80.5	-82.4
매출총이익률 (%)	87.7	84.7	82.7	84.3	80.3
영업이익률 (%)	-17.1	80.5	73.0	18.1	-47.8
당기순이익률 (%)	3.2	54.2	54.5	24.4	-24.2
EBITDA 마진율 (%)	-9.1	80.9	73.7	22.9	-36.9

Appendix

- 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.

Akeso (9926 HK)

이중 항체 ICI 개발 선두

직접 비교로 증명한 Ivonescimab

Akeso의 24년 HARMONi-2 임상 결과는 빅파마들의 PD-(L)1xVEGF 이중 항체에 대한 L/I을 유발. Ivonescimab은 NSCLC 1L에서 pembrolizumab과의 직접 비교 임상에서 PFS 위험을 49% 낮추는데 성공. PD-L1 발현율, 뇌전이 유무 등과 관계없이 일관된 생존 이점을 제공. HARMONi-2 임상을 근거로 ivonescimab은 중국에서 NSCLC 1L 적응증을 승인받았으며, HARMONi-6(+화학요법, NSCLC 1L)에서도 임상 지표를 만족하며 연내 중국 허가 전망.

Summit이 진행 중인 HARMONi-3(Ivonescimab+화학요법 vs Pembrolizumab+화학요법, NSCLC 1L) 결과는 2H26(sqNSCLC), 1H27(nsqNSCLC)에 걸쳐 공개될 예정. 글로벌 임상에서도 pembrolizumab 대비 유의미한 개선 효과를 보일 경우 ivonescimab의 가치는 더욱 커질 것으로 전망. HARMONi-2 임상 결과가 중국 임상 및 단독 요법 간 비교였다는 한계는 HARMONi(글로벌 mEGFR NSCLC 2L)과 HARMONi-6 결과를 통해 해소한 것으로 판단.

Cadonilimab은 Nivolumab과 H2H

Akeso는 또 다른 이중 항체 면역 항암제인 cadonilimab을 보유 중. Cadonilimab은 PD-1xCTLA-4 이중 항체로 정상 조직의 CTLA-4 억제 효과 줄이도록 설계. COMPASSION-15(GC 1L)에서 cadonilimab/화학요법은 화학요법 단독 대비 유의미한 생존 개선을 보였으며, PD-L1 발현이 낮거나 음성인 환자군에서도 개선 효과 확인. Nivolumab 등 PD-1 항체가 PD-L1 양성 환자에서 한정적으로 사용되고 있으며, NCCN 등 주요 가이드라인에서 CPS≥5 환자군 대상으로 권고하고 있어 PD-L1 발현이 낮은 환자군에서 높은 미충족 수요. GC 1L에서 글로벌 임상인 COMPASSION-37을 시작했으며, 화학요법(±nivolumab)과 비교 임상. Nivolumab 직접 비교에서 긍정적인 결과 확인 시 HARMONi-2 임상 이후와 같이 PD-1xCTLA-4 항체에 대한 높은 수요로 이어질 것으로 전망.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 -홍콩달러 (I)

직전 목표주가 -홍콩달러

현재주가 (1/28) 112.90홍콩달러

상승여력 -

시가총액	1,040억홍콩달러
총발행주식수	921,143,200주
90일 평균 거래대금	7억홍콩달러
90일 평균 거래량	7,140,321주
52주 고/저	179.00홍콩달러 / 55.65홍콩달러
배당수익률	0.00%

주요주주

1. GREEN COURT CAPITAL MGMT LTD	4.7%
2. SUNNY BEACH LIVING TRUST	4.6%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.3	-1.0	85.5

Forecasts and valuations (GAAP 연결)

(백만홍콩달러, 홍콩달러, %, 배)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024
매출액	272	975	5,004	2,302
영업이익	-1,510	-1,606	2,305	-479
당기순이익	-1,296	-1,361	2,242	-558
PER	-	-	17.4	-
PBR	7.2	12.1	7.5	7.1
EV/EBITDA	-	-	16.0	-
ROE	-33.9	-40.3	55.4	-8.9

자료: 유안타증권

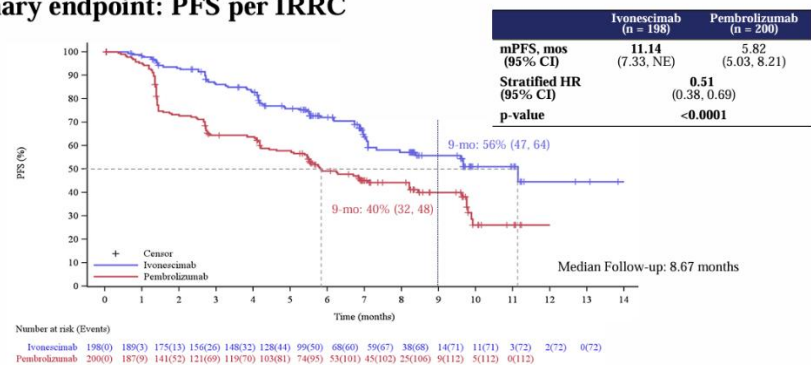
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

직접 비교로 확인된 Ivonescimab 경쟁력

Ivonescimab은 PD-(L)1xVEGF 이중 항체 파이프라인 경쟁에서 가장 임상 속도가 빠르며, 24년 중국에서 mEGFR NSCLC 2L을 첫 적응증으로 허가 받았다. 25년 HARMONi-2 임상 결과를 근거로 PD-L1 양성 NSCLC 1L으로 적응증을 확대했다. HARMONi-2 임상은 pembrolizumab (Keytruda)를 비교 약물로 진행된 임상으로 ivonescimab 투약 환자에서 mPFS 11.14개월(표준오차 5.82개월)로 유의미한 PFS 차이를 보였다. 위험비는 0.51로 pembrolizumab에 비해 위험을 49% 낮췄으며, 하위 분석에서도 간전이, 뇌전이 및 PD-L1 발현을 등과 관계없이 pembrolizumab에 비해 위험도를 크게 낮추는 결과를 보였다. 전체 생존 기간 분석에서 HR은 0.777로 PFS에 비해 위험 감소는 다소 낮았으나 데이터 성숙도가 39%에 불과해 향후 데이터 축적에 따라 차이는 더욱 벌어질 것으로 기대한다.

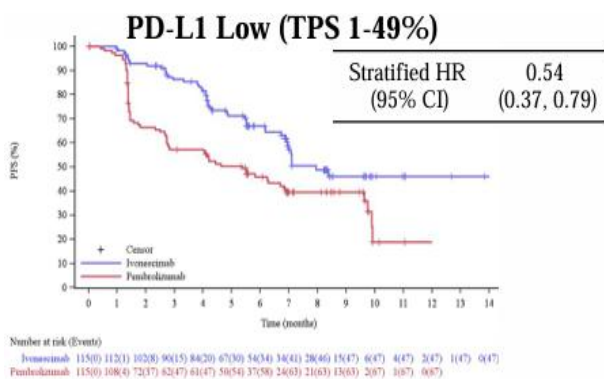
HARMONi-2 임상 PFS 결과

Primary endpoint: PFS per IRRC



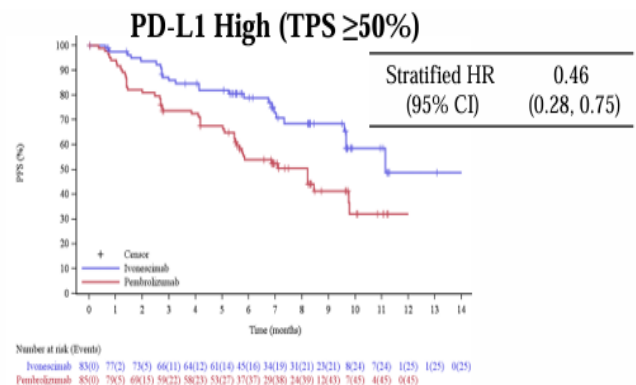
자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

PD-L1 Low(TPS 1~49%) 환자 분석(HARMONi-2)



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

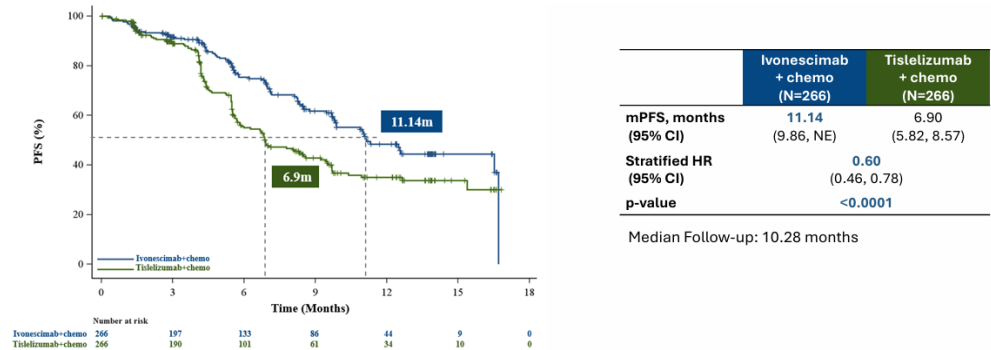
PD-L1 High(TPS ≥50%) 환자 분석(HARMONi-2)



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

Ivonescimab의 적응증 확대는 26년에도 이어질 것으로 예상된다. Akeso는 25년 중순 sqNSCLC 1L에서 ivonescimab/화학요법 병용 허가를 신청했다. 신청 근거가 된 HARMONi-6에서 ivonescimab 병용 요법은 tislelizumab(Tevimbra) 병용 요법 대비 PFS 위험을 40% 낮추는데 성공했다.

HARMONi-6 임상 PFS 결과



자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

Ivonescimab은 HARMONi-2, HARMONi-6 임상에서 PD-1 항체와 직접 비교에서 유의미한 개선을 보였으며 경쟁 PD-(L)1xVEGF 파이프라인들이 간접 비교에서 경쟁력을 보인 것과는 차이가 있다. Akeso는 NSCLC 뿐만 아니라 GI cancer, TNBC 등 다양한 암종에서 ivonescimab 임상을 진행하고 있으며 글로벌 파트너사인 Summit therapeutics는 NSCLC 1L, CRC 1L 등 4개의 글로벌 임상을 진행하고 있다.

Ivonescimab 임상 시험 현황



Phase I and II trials completed by Akeso.



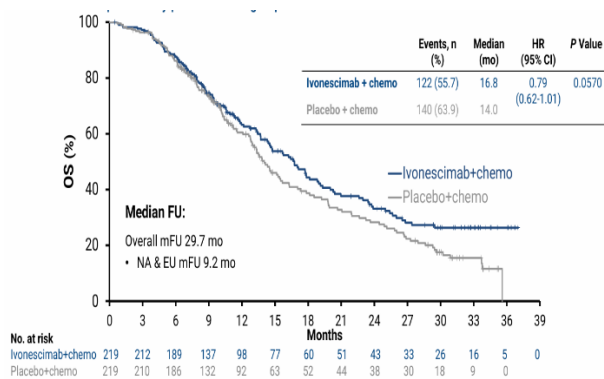
These Ivonescimab clinical trials are being conducted in China and/or Australia and are fully sponsored and managed by Akeso.

TUMOR TYPE	STUDY	LINE & INDICATION	REGIMEN	PHASE			STATUS
				1/1b	2	3	
Lung	HARMONI-1	2L advanced EGFR+ NSCLC	Ivonescimab + chemo vs. placebo + chemo				Active, Recruiting Complete
	HARMONI-3	1L metastatic NSCLC	Ivonescimab + chemo vs. pembrolizumab + chemo				Recruiting
	HARMONI-7	1L metastatic PD-L1 high (≥50%) NSCLC	Ivonescimab vs. pembrolizumab				Recruiting
Gastrointestinal	HARMONI-10	1L metastatic CRC	Ivonescimab + chemo vs. bevacizumab + chemo				Recruiting
Lung	HARMONI-1A	2L advanced EGFR+ NSCLC	Ivonescimab + chemo vs. placebo + chemo				Active, Recruiting Complete
	HARMONI-1B	1L metastatic NSCLC (all PD-L1 levels)	Ivonescimab vs. pembrolizumab				Active, Recruiting Complete
	HARMONI-1C	2L advanced or metastatic NSCLC	Ivonescimab + chemo vs. tislelizumab + chemo				Active, Recruiting Complete
	HARMONI-1A/A	2L advanced or metastatic NSCLC progressed on or after PD-L1 therapy	Ivonescimab + docetaxel vs. placebo + docetaxel				Not Yet Recruiting
	HARMONI-1B	Consolidation treatment SCLC not progressed after chemotherapy	Ivonescimab vs. placebo				Recruiting
Breast	AK112-205	Resectable NSCLC	Ivonescimab vs. Ivonescimab + chemo				Active, Recruiting Complete
	AK112-208	1L advanced or metastatic NSCLC	Ivonescimab + cadonilimab vs. chemo				Recruiting
	HARMONI-1C1	1L inoperable locally advanced/metastatic TNBC	Ivonescimab + nab-paclitaxel vs. placebo + nab-paclitaxel				Recruiting
Gynecologic	AK117-203	1L metastatic TNBC	Ivonescimab + chemo				Recruiting
	AK104-221	2L OC	Ivonescimab + chemo vs. cadonilimab				Recruiting
	AK112-211	1L platinum-sensitive OC	Ivonescimab + chemo vs. olaparib				Recruiting
Head and Neck	HARMONI-10A	1L recurrent or metastatic HNSCC with PD-L1 positive (CPS ≥1)	Ivonescimab + AK117 vs. placebo + pembrolizumab				Recruiting
	HARMONI-10B	1L unresectable locally advanced or metastatic BTC	Ivonescimab + chemo vs. durvalumab + chemo				Active, Recruiting Complete
	HARMONI-10C	1L metastatic PDAC	Ivonescimab + chemo vs. AK117 vs. placebo + chemo				Recruiting
Gastrointestinal	HARMONI-10D	1L metastatic CRC	Ivonescimab + chemo vs. bevacizumab + chemo				Recruiting
	AK112-209	1L advanced HCC	Ivonescimab + anti-TIGIT antibody vs. cadonilimab + anti-TIGIT/GF-β vs. sintilimab + bevacizumab				Recruiting
	AK112-210	1L metastatic PDAC	Ivonescimab + cadonilimab vs. AG vs. AG				Recruiting
	AK119-202	2L or 3L microsatellite stable CRC	Ivonescimab + anti-CD73 mAb vs. chemo				Recruiting
Various Cancers	AK130-201	2L advanced BTC	Ivonescimab + anti-TIGIT/GF-β or Ivonescimab				Not yet recruiting
	AK117-202	1L or 2L advanced or metastatic NSCLC, GEJ, BTC, PDAC	Ivonescimab + ligufalimab vs. chemo				Active, Not Recruiting
	AK127-104	1L advanced malignant tumors	Ivonescimab + anti-TIGIT antibody				Not yet recruiting

자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

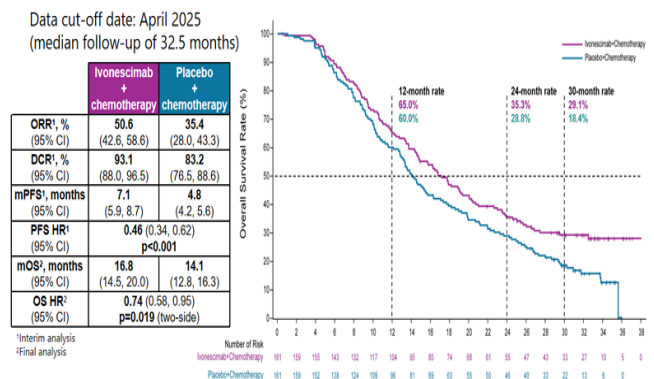
HARMONi(mEGFR NSCLC 2L) 데이터가 25년 공개되며 중국에서 진행되었던 HARMONi-2, HARMONi-6 임상 결과가 글로벌 임상에서도 이어질 것으로 예상된다. HARMONi는 첫 글로벌 임상 결과로 동일한 환자군을 대상으로 했던 HARMONi-A와 유사한 PFS, OS 결과를 기록했다. Summit은 26년 초 ivonescimab에 대한 BLA를 FDA에 제출했으며, 연내 허가가 예상된다. Ivonescimab은 중국에 이어 글로벌에서도 첫 허가 PD-(L)1xVEGF 이중 항체가 될 것으로 보인다. NSCLC 1L 환자를 대상으로 하는 HARMONi-3도 2H26 sqNSCLC, 1H27 nsqNSCLC에서의 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상된다. PD-(L)1 억제제에서 매출 1,2위를 차지하는 pembrolizumab과 nivolumab은 출시가 가장 빠르며, NSCLC 1L로 먼저 pembrolizumab이 확대에 성공했다는 점에서 다수의 PD-(L)1xVEGF 파이프라인 경쟁에서 ivonescimab이 경쟁 우위를 가질 것으로 판단한다.

HARMONi OS 결과



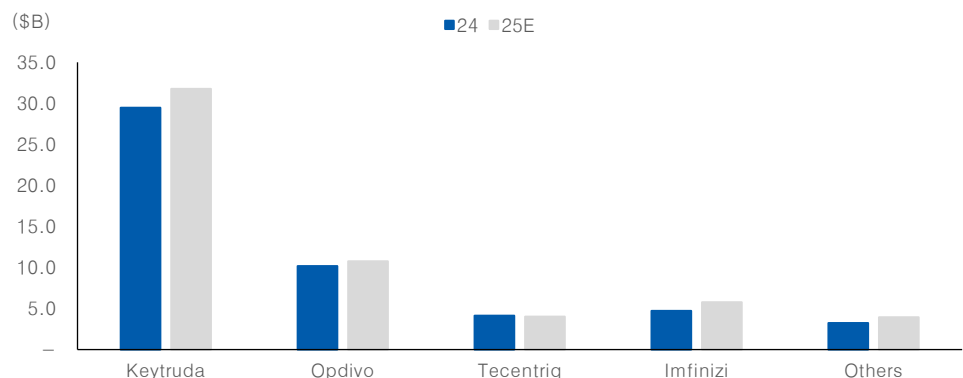
자료: Summit therapeutics, 유안타증권 리서치센터

HARMONi-A OS 결과



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

PD-(L)1 억제제 매출 현황



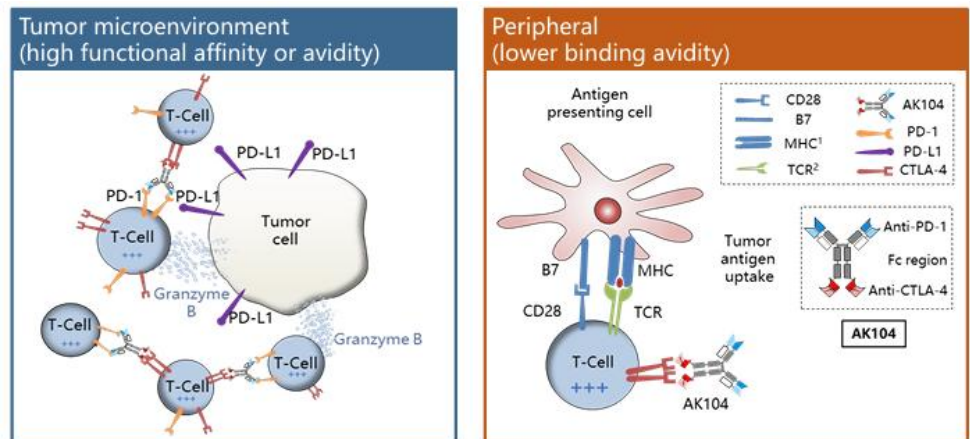
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

Cadonilimab 은 nivolumab 과 비교 임상

Cadonilimab(PD-1xCTLA-4)은 중국에서 총 3개 적응증(자궁경부암 1,2차, 위암 1차)이 승인되어 사용되고 있다. 10개의 허가용 임상을 포함해 28개 이상의 임상 시험을 진행하고 있으며, 임상 중인 암의 종류도 NSCLC, HCC 등 다양하다.

종양 미세 환경 내의 Treg(Regulatory T cell)은 높은 CTLA-4 발현을 보이는 것으로 알려져 있으며, Treg은 면역 반응을 억제함으로써 항암 면역 반응을 방해한다. CTLA-4 항체는 Treg을 제거함으로써 항암 면역 효과를 높일 수 있으나, 말초 조직 등 정상 조직에서의 Treg에도 영향을 주면서 면역 관련 부작용이 크다. 이러한 한계로 종양 조직에서만 활성화되는 CTLA-4 억제제 개발을 시도하고 있으며 cadonilimab은 종양 조직에서 높은 결합 안정성을 통해 면역 관련 부작용을 줄이도록 설계되었다.

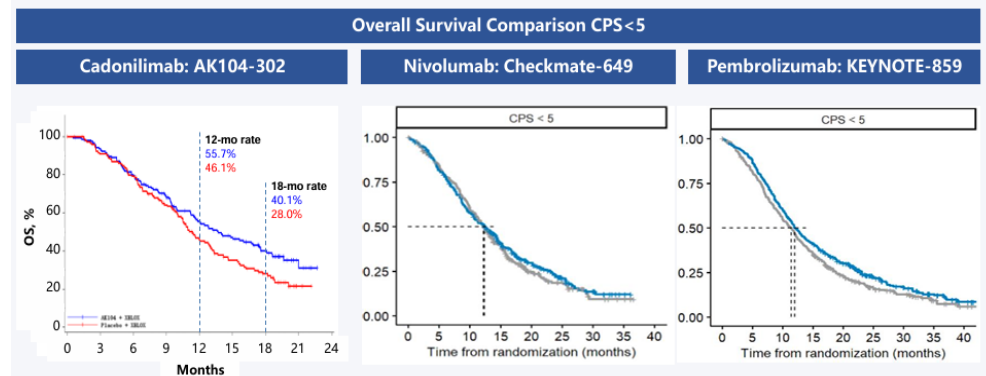
Cadonilimab 작용 모식도



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

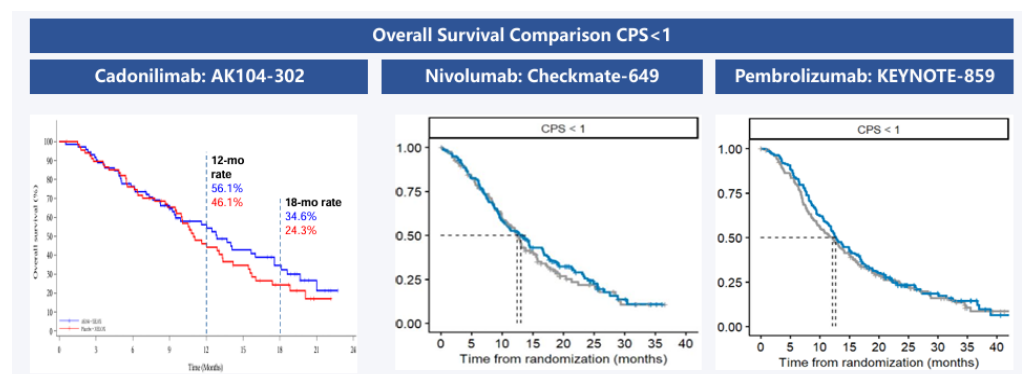
COMPASSION-15(GC 1L) 임상 결과는 cadonilimab이 PD-(L)1 억제제 대비 경쟁력을 보여준다. Cadonilimab/화학요법은 화학요법 단독 대비 PFS 위험을 47% 낮췄으며, 이는 CheckMate-649(nivolumab/화학요법), KEYNOTE-859(pembrolizumab/화학요법) 보다 높은 위험 감소다. 특히 PD-L1 발현율이 낮은 환자군에서 OS 개선은 고무적인 결과로 판단한다. Nivolumab과 pembrolizumab은 CPS<1인 환자군에서 유의미한 사망 위험 감소를 보이지 못하며 PD-L1 양성 환자에서만 한정적으로 사용하도록 축소되었다. NCCN, ESMO 등 주요 항암 가이드라인에서도 CPS≥5인 환자군에서 nivolumab 등의 사용을 권고하고 있다. CPS<5 인 위암 환자군에서의 새로운 치료법에 대한 필요성이 크며 전체 위암 환자 중 PD-L1 음성 환자가 차지하는 비중은 50% 이상을 차지하고 있다.

전체 생존 기간 비교(간접, CPS<5)



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

전체 생존 기간 비교(간접, CPS<1)



자료: Akeso Bio, 유안타증권 리서치센터

Akeso는 HCC에 이어 GC 1L에서 두 번째 글로벌 임상인 COMPASSION-37(AK104-311)을 시작했다. 이번 임상은 cadonilimab/화학요법과 화학요법($\pm$ nivolumab)을 비교하는 임상으로 중국에서 진행된 COMPASSION-15 임상 결과가 글로벌 임상에서의 재현을 확인할 수 있을 뿐만 아니라 GC 1L에서 가장 많이 사용되고 있는 nivolumab과의 직접 비교 결과도 확인 가능할 전망이다. Nivolumab과의 직접 비교에서 긍정적인 결과를 확인할 시 HARMONi-2 임상 이후 ivonescimab을 비롯한 PD-(L)1xVEGF 이중 항체 파이프라인들에 대한 높은 시장 관심이 PD-(L)1xCTLA-4 이중 항체로 확대될 것으로 예상된다.

NCCN 위암 가이드라인

Preferred

- HER2-positive^b
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, and trastuzumab²⁴
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, trastuzumab, and pembrolizumab for PD-L1 CPS ≥1 (category 1)^{c,f,25,26}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), cisplatin, and trastuzumab (category 1)²⁷
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), cisplatin, trastuzumab, and pembrolizumab for PD-L1 CPS ≥1 (category 1)^{c,f,25,26}
- HER2-negative^b
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, and nivolumab for PD-L1 CPS ≥1 (category 1 for PD-L1 CPS ≥5)^{c,f,28}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, and pembrolizumab for PD-L1 CPS ≥1 (category 1 for PD-L1 CPS ≥5)^{c,f,29}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, and tislelizumab-jsgf for PD-L1 CPS ≥1 (category 1 for PD-L1 CPS ≥5)^{c,f,30}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, and zolbetuximab-cizb for CLDN18.2 positive^{31,32} (category 1)^{31,32}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine) and oxaliplatin³³⁻³⁵
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), cisplatin, and pembrolizumab for PD-L1 CPS ≥1 (category 1 for PD-L1 CPS ≥5)^{c,f,29}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), cisplatin, and tislelizumab-jsgf for PD-L1 CPS ≥1 (category 1 for PD-L1 CPS ≥5)^{c,f,30}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine) and cisplatin^{33,36-38}
- MSI-H/dMMR tumors (independent of PD-L1 status)^b
 - Pembrolizumab^{c,f,39-42}
 - Dostarlimab-gxly^{c,f,43}
 - Nivolumab and ipilimumab^{c,f,28}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, and nivolumab^{c,f,28}
 - Fluoropyrimidine (fluorouracil^a or capecitabine), oxaliplatin, and pembrolizumab^{c,f,40,41}

자료: NCCN, 유안타증권 리서치센터

Akeso (9926.HK) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 백만홍콩달러)					
결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	0	272	975	5,004	2,302
매출액증가율 (%)	—	—	271.3	440.3	-53.1
매출원가	0	38	110	147	313
매출총이익	0	234	866	4,857	1,989
판매비	285	509	875	1,206	1,306
영업이익	-1,027	-1,510	-1,606	2,305	-479
영업이익증가율 (%)	272.0	47.0	6.3	-243.6	-120.8
EBITDA	-1,002	-1,440	-1,482	2,463	-268
영업외손익	459	6	50	158	64
외환관련손익	-14	-6	0	-150	-84
이자손익	-38	-5	25	-36	-150
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	464	0	0	212	74
법인세비용차감전순이익	-1,486	-1,516	-1,656	2,148	-543
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	-1,486	-1,516	-1,656	2,147	-543
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,324	-1,296	-1,361	2,242	-558
당기순이익증가율 (%)	248.1	-2.2	5.0	-264.8	-124.9

현금흐름표 (단위: 백만홍콩달러)					
결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-693	-1,212	-1,502	2,644	-665
당기순이익	-1,324	-1,296	-1,361	2,242	-558
유무형자산상각비	25	70	123	158	210
기타비현금손익 조정	609	-115	-335	-218	-100
매출채권증감	—	-123	-198	-28	-251
재고자산증감	-54	-162	-180	-60	-354
매입채무증감	78	118	120	51	76
투자활동 현금흐름	-632	-709	-1,043	-4,472	-1,682
인수 및 사업	—	—	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	—	—	—	—	—
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	2	21	131	-2,608	-1,504
재무활동 현금흐름	3,243	1,927	1,795	1,199	3,798
차입금 증감	38	769	1,159	1,202	1,028
자본금 증감	150	25	52	0	3,060
현금배당	—	—	0	0	0
기타현금흐름	3,055	1,133	583	-2	-290
현금의 증감	1,686	-52	-640	-608	1,488
기초 현금	1,409	3,293	2,987	2,301	1,641
기말 현금	3,189	3,241	2,366	1,696	3,103
NOPAT	-1,108	-1,511	-1,614	2,305	-489
FCF (Free Cash Flow)	-1,194	-2,075	-2,413	1,849	-1,308

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표 (단위: 백만홍콩달러)					
결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	3,565	3,867	3,459	6,244	9,250
현금및현금성자산	3,189	3,241	2,366	1,696	7,362
매출채권	0	125	307	325	559
재고자산	73	241	387	431	752
비유동자산	1,015	2,029	2,757	3,854	4,324
유형자산	902	1,846	2,446	3,478	3,778
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,581	5,896	6,215	10,098	13,574
유동부채	202	804	1,539	1,325	1,795
매입채무 및 미지급금	181	738	1,022	875	1,175
단기차입금	16	56	504	430	570
유동성장기부채	—	—	—	—	—
비유동부채	280	1,067	1,795	3,803	4,592
장기차입금	212	986	1,607	2,835	3,625
부채총계	482	1,871	3,334	5,128	6,387
자본금	—	—	—	—	—
자본잉여금	3,126	4,916	5,186	5,043	7,885
이익잉여금	-1,989	-3,373	-4,430	-2,080	-2,559
비지배지분	315	143	-99	-191	-64
자본총계	4,099	4,024	2,882	4,970	7,187
순차입금	-3,083	-2,186	-463	656	-3,610
총차입금	236	1,054	2,125	3,290	4,206

재무지표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-2.1	-1.6	-1.7	2.7	-0.7
BPS	4.8	4.8	3.5	6.2	8.5
EBITDAPS	-1.1	-1.5	-1.8	3.2	-0.8
SPS	0.0	0.3	1.2	6.0	2.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	—	—	—	17.4	—
PBR	7.9	7.2	12.1	7.5	7.1
EV/EBITDA	—	—	—	16.0	—
PSR	—	100.2	37.4	7.8	22.9
ROE	—	-33.9	-40.3	55.4	-8.9
ROIC	-38.0	-32.2	-32.3	34.8	-4.9
ROA	-42.6	-24.8	-22.7	27.6	-4.7
부채비율 (%)	5.8	26.2	73.7	66.2	58.5
순차입금/자기자본 (%)	-75.2	-54.3	-16.1	13.2	-50.2
매출총이익률 (%)	—	86.1	88.8	97.1	86.4
영업이익률 (%)	—	-555.3	-164.6	46.1	-20.8
당기순이익률 (%)	—	-476.4	-139.5	44.8	-24.2
EBITDA 마진율 (%)	—	-529.5	-152.0	49.2	-11.7

Appendix

- 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.