

빅과마의



장바구니 옛보기

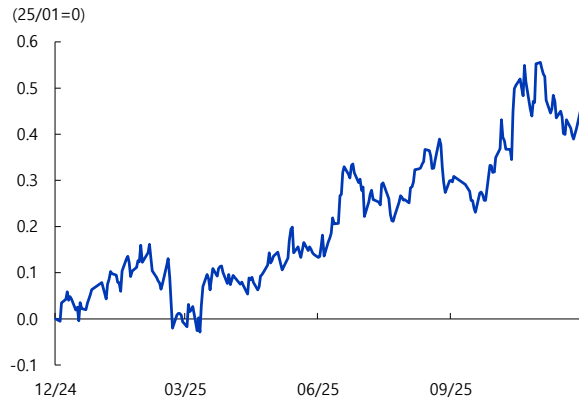


CONTENTS

6	1. Investment Summary
7	2. 빅파마의 장바구니 엿보기
	1) Eli Lilly; 대사 질환의 왕, Q 의 확장을 위한 노력
	2) Novo Nordisk; 비만 시장 1 위 탈환을 위해
	3) MSD; Keytruda QLEX 로 매출 절벽 방어
	4) Sanofi; 면역 질환의 왕
	5) Pfizer; 비만 시장 후발주자의 전력질주
	6) J&J; 초기 단계 파이프라인 인수에 집중
	7) Arrowhead Pharmaceuticals; RNA 플랫폼의 확장
24	▶ 기업분석
	에이비엘바이오 (298380)
	한올바이오파마 (009420)
	한미약품 (128940)
	디앤디파마텍 (347850)
	에이프릴바이오 (397030)
	코오롱티슈진 (950160)
	올릭스 (226950)

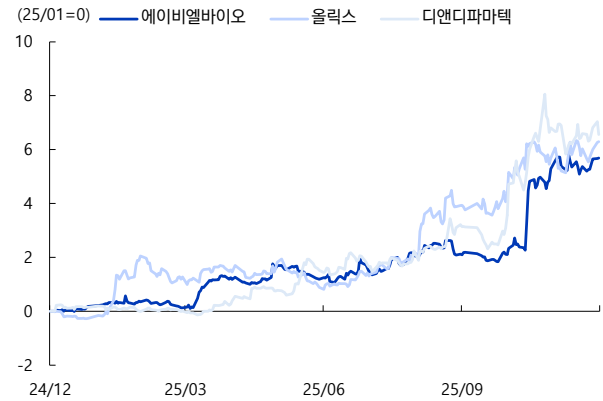
Key Chart

[도표 1] 코스닥 헬스케어 150 2025 년 주가 추이



자료: Fnguide, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 주요 딜 종목 2025 년 주가 추이



자료: Fnguide, 교보증권 리서치센터

[도표 3] JPM Healthcare 2026 기간 체결된 딜 리스트

인수자	AZ	Abbvie	Eli Lilly	Eli Lilly	Novartis	Abbvie
피인수자	Jacobio (중국)	Jejing	Indupro	VENTYX	Scineuro	Remegen
타깃	PAN-KARS 저해제	DLL3 표적 3 중 항암제	Indupro 플랫폼 활용 다중 표적 항암제	NLRP3 저해제	BBB 셔틀 단 항아밀로이드베타	PD-1 x VEGF
물질명	JAB-23E73	ALVELTAMIG				RC148
방식	기술수출	기술수출	L/O, 지분투자	M&A	L/O	기술수출
계약규모	2.9 조원	1.6 조원	1.4 조원	1.9 조	2.4 조	8.1 조
Upfront	1,450 억원	1,450 억원			2,400 억원	9,400 억원

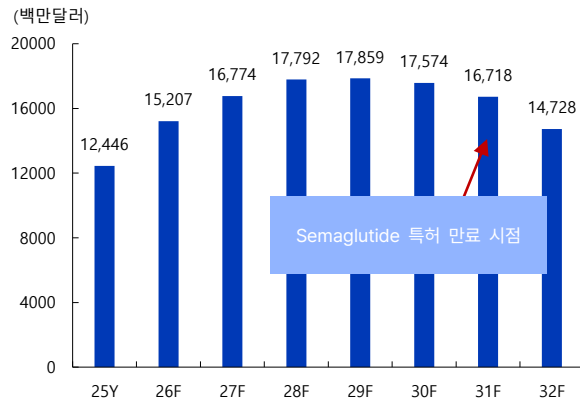
자료: 교보증권 리서치센터 정리

[도표 4] CNS 관련 딜 (Roche, Novartis, Eli Lilly)

인수자	피인수자	타깃	물질명	적응증	계약규모	딜 날짜
Roche	Ionis	비공개	IONIS/AD/HD	알츠하이머, 헌팅턴	비공개	2023.09
Roche	Ascidian	비공개	CNS Exon-editing	퇴행성 뇌질환	18 억 달러	2024.06
Roche	Manifold		BBB 셔틀	퇴행성 뇌질환	20 억 달러	2025.11
Novartis	Voyager Tx	AAV Capsid	AAV Capsid 플랫폼	CNS 전반	비공개	2022.03
Novartis	Voyager Tx	HTT	VY-HD 후보물질	헌팅턴	12 억 달러	2024.01
Novartis	PTC	HTT mRNA splicing	PTC518	헌팅턴	29 억 달러	2024.12
Novartis	Sironax	BDM	BBB 셔틀	CNS 전반	1 억 8 천 달러	2025.07
Novartis	Arrowhead	SNCA	ARO-SNCA	파킨슨병	20 억 달러	2025.09
Novartis	SciNeuro	아밀로이드 베타	명칭 비공개	알츠하이머	15 억 달러	2026.01
Eli Lilly	QurAlis	UNC13A	QRL-204	ALS/FTD	6 억 달러	2024.06
Eli Lilly	Alchemab	비공개	다수 항체	ALS/FTD	비공개	2025.01
Eli Lilly	Alchemab	비공개	ALT-X-1282	ALS/FTD	4 억 달러	2025.05
Eli Lilly	ABL Bio	BBB 셔틀	Grabody-B	CNS 전반	26 억 달러+1.5 천만달러 지분투자	2025.01

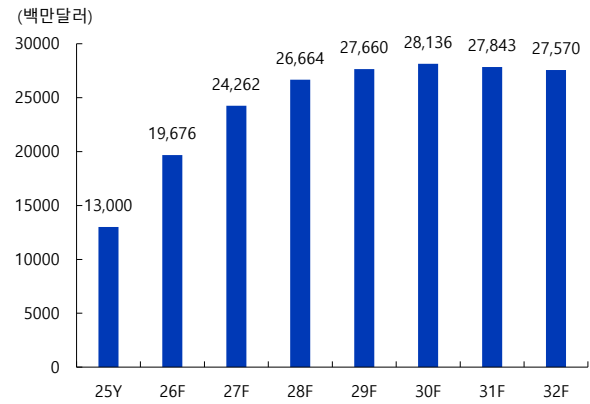
자료: 교보증권 리서치센터 정리

[도표 5] 위고비 매출 전망



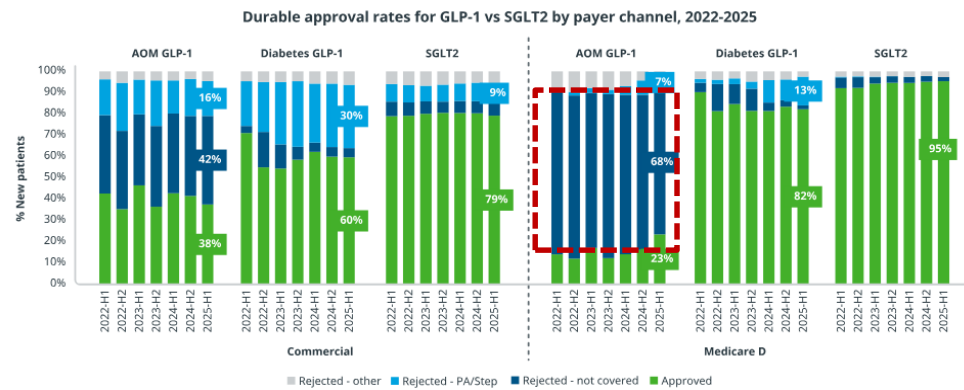
자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 젠바운드 매출 전망



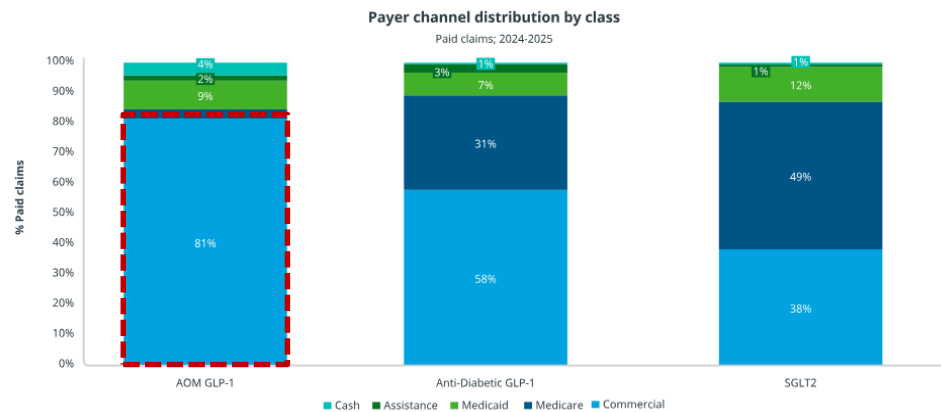
자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 급여 지급 채널별 승인 비율 (항비만 GLP-1, 당뇨 GLP-1, SGLT2)



자료: IQVIA, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 약물별 환자 지급 채널



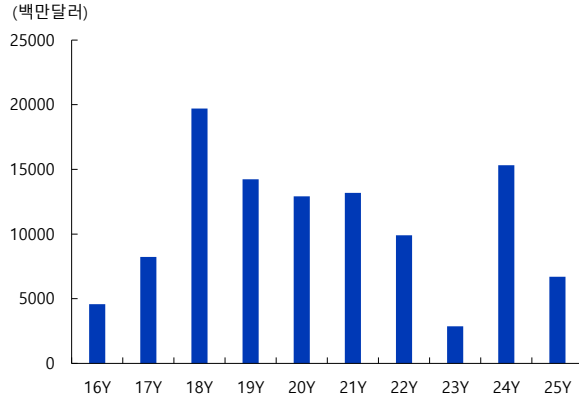
자료: IQVIA, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 비만 동반 적응증 임상 정리

약물	동반 적응증	임상 단계	프로그램	임상번호
Tirzepatide	폐쇄성 수면무호흡	P3	SURMOUNT-OSA	NCT05412004
Tirzepatide	보존 EF 심부전	P3	SUMMIT	NCT04847557
Tirzepatide	심혈관 사건 감소	P3	SURMOUNT-MMO	NCT05556512
Tirzepatide	만성신장질환	P3		NCT05536804
Retatrutide	무릎 골관절염	P3	TRIUMPH-4	NCT05931367
Retatrutide	심혈관질환 동반 비만	P3	TRIUMPH-3	NCT05882045
Retatrutide	ASCVD 및 CKD 내 신기능 악화 방지	P3		NCT06383390
Retatrutide	만성 요통	P3	TRIUMPH-7	NCT07035093
Orforglipron	OSA	P3	ATTAIN	NCT06649045
Orforglipron	고혈압	P3	GZL2	NCT06952530
Orforglipron	무릎 OA 통증	P3	GZPT	NCT07153471
Orforglipron	말초동맥질환	P3	Fontaine 2 PAD	NCT07223593
Orforglipron	복합성 요실금	P3		NCT070202884
Semaglutide	무릎 골관절염	P3	STEP9	NCT05064735
Semaglutide	MASH	P3	ESSENCE	NCT04822181
Cagrisema	확립된 심혈관질환 내 CV 사건 감소	P3	REDEFINE3	NCT05669755

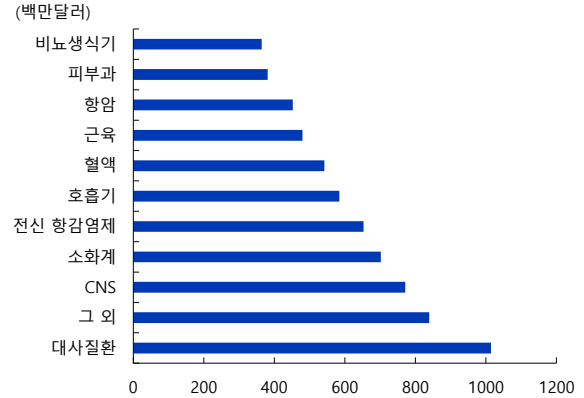
자료: Eli Lilly, Novo Nordisk, 교보증권 리서치센터 정리

[도표 10] 연도별 RNA 관련 딜 금액 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 11] RNA 딜 적응증별 규모 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 12] RNA 기반 대사 질환 치료제 개발 현황

개발사	물질명	모달리티	타겟	적응증	임상 단계	임상 번호
Olix	OLX702A	si RNA	DGAT2	MASLD/MASH	1 상	NCT05579996
Arrowhead	ARO-INHBE	si RNA	INHBE	비만	1/2a 상	NCT06700538
Arrowhead	AROW-ALK	si RNA	ALK7	비만+T2D	1/2a 상	NCT06937203
Ionis	IONIS-PTP-1BRx	ASO	PTPN1	T2D/비만 동반 인슐린 저항성	2 상	NCT01918865
Alnylam/Regeneron	ALN-APOC3	si RNA	APOC3	고중성지방혈증	3 상	NCT06784349
Silence Therapeutics	SLN360	si RNA	LPA	Lp(a) 고혈증	2 상	NCT05537571

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

1. Investment Summary

빅파마의 장바구니 엿보기

2025년 섹터 내 빅파마 딜이 연속적으로 체결되며 국내 바이오 섹터에 대한 검증이 지속되었다. 딜 체결 경과가 기업 가치 상승에 반영되는 경우는 향후 추가 딜 체결 등을 통해 확장 가능성이 존재하는 기업들이었다. 2026년에도 여전히 다수의 국내 업체들의 연속적인 글로벌 딜 체결 가능성이 높다고 전망한다. JPM 2026 및 빅파마들의 중단기 전략 확인을 통해 연내 주목해야 할 분야는 여전히 1) 비만, 2) CNS, 3) RNA라고 판단한다.

비만 시장은 Eli Lilly와 Novo Nordisk 양사의 선두 경쟁 및 후발 주자들의 속도전 과정에서 다수의 딜이 체결되어 왔다. 세마글루타이드의 물질특허 만료 임박 (2031년), 신규 플레이어 진입 및 현금 시장 활성화, IRA 약가 협상으로 P 인하는 예정된 수순이다. 실제로 선두 업체들은 단기 수익성 악화 예상에도 M/S 확보를 위해 P 인하 진행 예정을 이야기하고 있다. 이로 인해 업체들은 Q 확장에 사활을 걸고 있다. 예상되는 전략은 1) 급여 커버를 위한 비만 동반 적응증 확대, 2) 경구제 및 장기지속형의 다양화, 3) 근육 감소 해결된 치료제 개발이다. MASH 시장 개발 과정을 확인 시 향후 빅파마의 관심도가 집중될 분야를 전망 가능하다. 1) GLP-1 계열 약물이 비만 동반 적응증으로 승인 받은 시장 내, 2) GLP-1 타깃이 작용하지 않는 기전에 대한 주목을 권고한다. 2) Lilly 및 Novo의 경구제가 출시 및 연내 출시가 예정되어 있으나 여전히 unmet needs가 존재한다. 해당 부분을 해결 가능한 플랫폼 업체들에 대한 관심도 유지할 것을 추천한다. JPM Healthcare 전략 확인 시 J&J와 같은 항암 집중 기업들은 상대적으로 초기 파이프라인에 대한 선호를 보이나, Pfizer 및 Novo Nordisk 등 비만 집중 기업들은 후기 파이프라인 및 M&A에 적극적이다. 업체들의 경쟁 심화로 2026년 비만/당뇨 시장 내의 딜은 여전히 활성화될 것으로 전망한다.

CNS 시장의 경우 1,2위 업체가 정해진 비만, 다수의 블록버스터 제품이 존재하는 항암 시장과 다르게 선두 업체가 정해지지 않은 적응증이다. First in class를 목표로 하는 업체들의 치열한 파이프라인 인수 경쟁이 예상된다. JPM Healthcare 2026 기간 내 추가 CNS 딜을 체결한 Novartis의 경우 기존 인수한 BBB 서들이 존재함에도 추가 서들이 적용된 알츠하이머 치료제를 인수했다. Roche 또한 다수의 BBB 서들을 인수하는 모습이다. 현재 시장 내 명확한 표준치료제가 존재하지 않는 상황에서 선두를 잡기 위한 치열한 경쟁이 예상된다.

비만 및 CNS 시장 내 신규 모달리티로는 RNA가 주목 받고 있다. Arrowhead, Ionis 등 선두 업체들을 통해 RNA 치료제의 각종 적응증에 대한 PoC 입증이 진행되고 있다. 항체 치료제 대비 직접적인 타깃으로 Upstream에서의 치료가 가능하다. 단기적으로는 GLP-1 계열 비만 치료제 사용 후 유지 요법으로 사용 가능할 것으로, 이후 BBB 서를 부착 시 아쉬운 Mono 요법의 효능 개선도 가능하다고 판단된다. 2026년 딜 활성화될 것으로 판단되는 시장 내 검증된 기업들에 대한 주목이 필요하다. Top Picks로 에이비엘바이오, 올릭스, 한올바이오파마를 제시한다. 관심종목으로는 한미약품을 제시한다.

2. 빅파마의 장바구니 엿보기

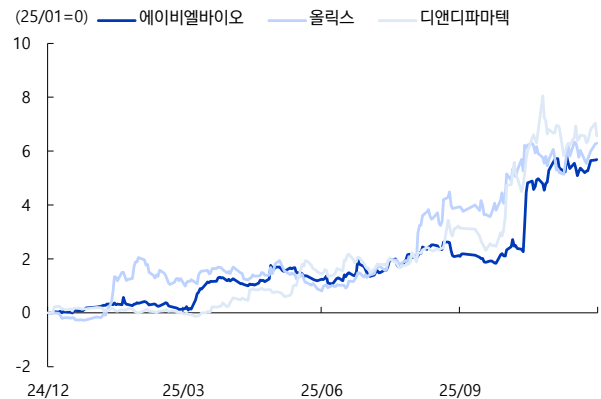
2025년도 국내 바이오의 검증이 지속된 해였다. 에이비엘바이오를 필두로 올릭스, 디앤디파마텍, 아텔/오스코텍 등 국내 바이오사의 빅파마 딜이 연달아 발표되었다. 파트너사를 통해 기술 검증된 업체들의 평균 주가 상승률은 약 600% 수준을 기록했다. 연말 섹터의 상승세가 지속되었으나 JPM Healthcare 기간 국내사와의 딜 소식이 부재하며 셀온을 보이는 등 연초 섹터의 주가는 잠시 쉬어가는 모습이다. 다만 JPM Healthcare 기간 내 체결된 대형 딜 및 빅파마들의 전략 코멘트를 확인 시 올해도 여전히 국내 바이오텍을 주목해야 한다.

[도표 13] 코스닥 헬스케어 150 2025 년 주가 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 주요 딜 중목 2025 년 주가 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

JPM 2026 기간 동안 체결된 딜은 총6건이다. 주목할 딜은 크게 2건이다. Abbvie와 Remegen 딜, Novartis와 Scineuro 딜이다. Abbvie는 Remegen이 개발하고 있는 PD-1 및 VEGF 이중항체 RC148을 8.1조원 규모에 사들였다. 차세대 키트루다를 찾는 글로벌 트렌드가 2026년에도 여전히 지속되고 있다. 현재 Abbvie가 개발 중인 ADC 후보물질인 Temab-A와의 병용 전략으로 비소세포폐암 및 대장암 등 고형암 영역으로 개발을 확대할 예정이다.

Novartis는 CNS 영역을 공격적으로 확대해오던 행보를 Scineuro 딜을 통해 지속하고 있음을 보였다. Voyager, Arrowhead, Sironax 등 2022년 이후 CNS 관련 물질을 사들이고 있다. 주목해야 할 부분은 기존 Sironax와 BBB 투과 플랫폼을 독점 인수했음에도 Scineuro의 셔틀에 대한 추가 딜을 체결했다는 것이다. Roche도 다수의 BBB 셔틀을 구매한 점을 확인 시, CNS에 대한 기업들의 관심도가 지속적으로 유지되고 있다고 판단된다. 1,2위 업체가 정해진 비만, 다수의 블록버스터 제품이 존재하는 항암 시장 대비 상대적으로 선두 업체가 정해지지 않은 CNS 시장이다. First in class를 목표로 하는 개발 업체들의 치열한 파이프라인 인수 경쟁이 예상된다.

[도표 15] JPM Healthcare 2026 기간 체결된 딜 리스트

인수자	AZ	Abbvie	Eli Lilly	Eli Lilly	Novartis	Abbvie
피인수자	Jacobio (중국)	Jejing	Indupro	VENTYX	Scineuro	Remegen
타깃	PAN-KARS 저해제	DLL3 표적 3중 항암제	Indupro 플랫폼 활용 다중 표적 항암제	NLRP3 저해제	BBB 셔틀 단 항아밀로이드베타	PD-1 x VEGF
물질명	JAB-23E73	ALVELTAMIG				RC148
방식	기술수출	기술수출	L/O, 지분투자	M&A	L/O	기술수출
계약규모	2.9 조원	1.6 조원	1.4 조원	1.9 조	2.4 조	8.1 조
Upfront	1,450 억원	1,450 억원			2,400 억원	9,400 억원

자료: 교보증권 리서치센터 정리

[도표 16] CNS 관련 딜 (Roche, Novartis, Eli Lilly)

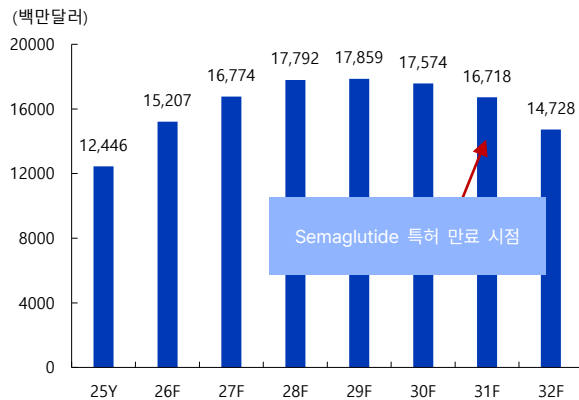
인수자	피인수자	타깃	물질명	적응증	계약규모	딜 날짜
Roche	Ionis	비공개	IONIS/ADHD	알츠하이머, 헌팅턴	비공개	2023.09
Roche	Ascidian	비공개	CNS Exon-editing	퇴행성 뇌질환	18 억 달러	2024.06
Roche	Manifold		BBB 셔틀	퇴행성 뇌질환	20 억 달러	2025.11
Novartis	Voyager Tx	AAV Capsid	AAV Capsid 플랫폼	CNS 전반	비공개	2022.03
Novartis	Voyager Tx	HTT	VY-HD 후보물질	헌팅턴	12 억 달러	2024.01
Novartis	PTC	HTT mRNA splicing	PTC518	헌팅턴	29 억 달러	2024.12
Novartis	Sironax	BDM	BBB 셔틀	CNS 전반	1 억 8 천 달러	2025.07
Novartis	Arrowhead	SNCA	ARO-SNCA	파킨슨병	20 억 달러	2025.09
Novartis	SciNeuro	아밀로이드 베타	명칭 비공개	알츠하이머	15 억 달러	2026.01
Eli Lilly	QurAlis	UNC13A	QRL-204	ALS/FTD	6 억 달러	2024.06
Eli Lilly	Alchemab	비공개	다수 항체	ALS/FTD	비공개	2025.01
Eli Lilly	Alchemab	비공개	ALT-X-1282	ALS/FTD	4 억 달러	2025.05
Eli Lilly	ABL Bio	BBB 셔틀	Grabody-B	CNS 전반	26 억 달러+1.5 천만달러 지분투자	2025.01

자료: 교보증권 리서치센터 정리

2026년도 비만 시장에 대한 관심은 지속될 것으로 판단한다. 큰 흐름은 세가지다. 1) 비만 병용 적응증 확대를 위한 노력, 2) 경구제 및 장기 지속형, 3) 신규 모달리티 기반의 개발이다.

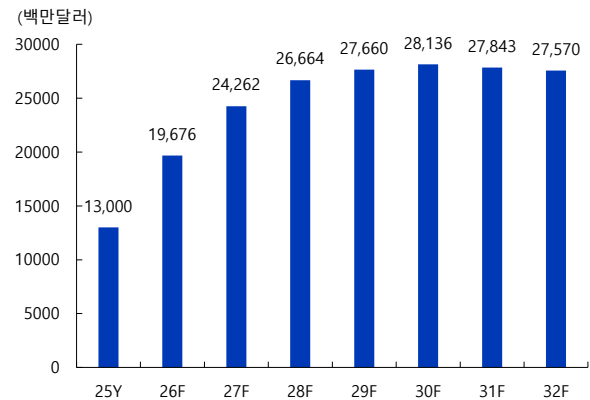
비만 치료제의 가격 인하는 향후 정해진 미래다. 2027년부터 IRA 가격 인하가 적용될 품목에는 Novo의 Wegovy가 포함되었다. 미국 내 세마글루타이드 계열 핵심 특허 만료 시점은 2031년이다. 비만 치료제 후발 주자들의 약물 개발 경쟁도 심화되고 있으며, 오리지널 약물 대비 가격 경쟁력이 존재하는 조제약국의 Compounding도 존재한다. 실제로 과거 월 기준 650\$ 이상이던 Wegovy는 499\$ 수준으로 약가 인하가 진행되었고, Zepbound 또한 현금 시장 내에서 50\$ 인하가 반복되고 있다.

[도표 17] 위고비 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 젠폰드 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

따라서 비만 치료제 업체들은 Q 확장을 위한 노력을 지속 중이다. 비만을 동반한 적응증 확장 임상이 대표적인 예시다. Medicare 및 사보험의 경우 GLP-1 계열의 비만 약물들의 급여 동재는 단순 체중 감소는 제한 중이다. 따라서 급여 시장 확보를 위해 골관절염, MASH, 심혈관 질병 등 적응증 확장을 진행 중이다. 현재 비만 치료제 GLP-1 약물은 81%가 현금 시장 내에서 처방되고 있다. Medicare 및 급여 시장의 업사이드는 여전히 크다. Eli Lilly는 보험 커버리지 확대를 성장의 한 축으로 제시 중이다. 최근 GLP-1 계열 약물을 보유하고 있는 회사들의 딜을 살펴볼 경우, GLP-1과 병용 시 유효성이 증대되는 약물에 대한 관심이 가장 높다. MASH 시장이 대표적으로, GLP-1이 지방간 감소에 효과적이기에 간을 직접 타깃해서 섬유화 개선을 이끌 수 있는 FGF21 타깃에 대한 딜 경쟁이 진행되었던 것과 같은 방식이다. 따라서, 올해 주목해야 할 부분은 GLP-1 계열 약물들이 진행 중인 비만 동반 적응증 임상 내에서, 병용 시 유효성이 증대되는 약물들이다. 올릭스의 RNA 비만 치료 적응증 확장 전략, 에이비엘바이오의 근육 타깃 BBB 셔들 등에 대한 주목을 권고한다.

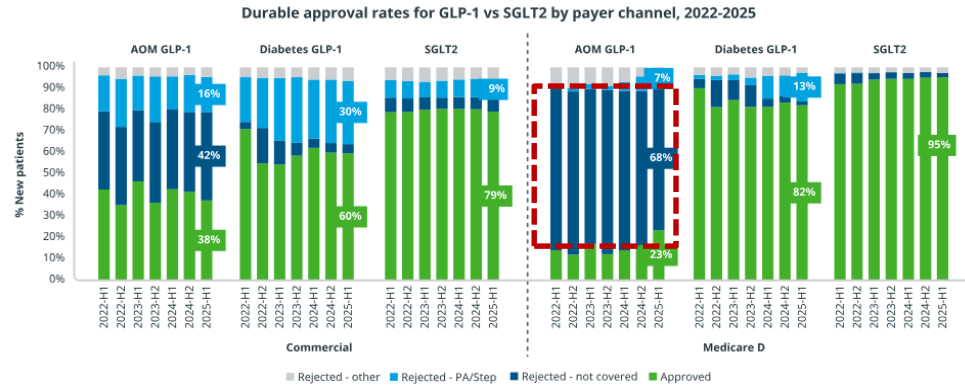
[도표 19] 비만 동반 적응증 임상 정리

약물	동반 적응증	임상 단계	프로그램	임상번호
Tirzepatide	폐쇄성 수면무호흡	P3	SURMOUNT-OSA	NCT05412004
Tirzepatide	보존 EF 심부전	P3	SUMMIT	NCT04847557
Tirzepatide	심혈관 사건 감소	P3	SURMOUNT-MMO	NCT05556512
Tirzepatide	만성신장질환	P3		NCT05536804
Retatrutide	무릎 골관절염	P3	TRIUMPH-4	NCT05931367
Retatrutide	심혈관질환 동반 비만	P3	TRIUMPH-3	NCT05882045
Retatrutide	ASCVD 및 CKD 내 신기능 악화 방지	P3		NCT06383390
Retatrutide	만성 요통	P3	TRIUMPH-7	NCT07035093
Orforglipron	OSA	P3	ATTAIN	NCT06649045
Orforglipron	고혈압	P3	GZL2	NCT06952530
Orforglipron	무릎 OA 통증	P3	GZPT	NCT07153471
Orforglipron	말초동맥질환	P3	Fontaine 2 PAD	NCT07223593
Orforglipron	복합성 요실금	P3		NCT070202884
Semaglutide	무릎 골관절염	P3	STEP9	NCT05064735
Semaglutide	MASH	P3	ESSENCE	NCT04822181
Cagrisema	확립된 심혈관질환 내 CV 사건 감소	P3	REDEFINE3	NCT05669755

자료: Eli Lilly, Novo Nordisk, 교보증권 리서치센터

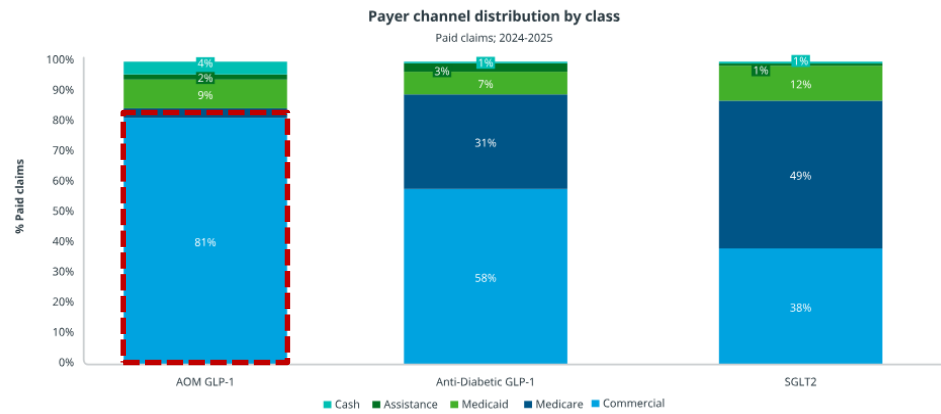
또한, 경구제 및 장기 지속형 비만 치료제에 대한 개발 확대도 Q 확장을 위한 노력으로 판단된다. 현재 Oral Wegovy가 출시되었고, 1/5 출시 후 처방 데이터에는 첫 주 4,000건을 넘기며 Wegovy 및 Zepbound 주사제 대비 크게 상회하는 결과를 보였다. (Wegovy 174, Zepbound 1,909) 급여 시장에 대한 처방 데이터만큼 기존 처방 받던 약이 존재하던 환자일 가능성이 높아, 낮은 복약 편의도에 대한 저항성이 낮다고 판단된다. 다만 해당 데이터를 통해 경구용 치료제에 대한 높은 수요를 가늠할 수 있다. 현재 Eli Lilly의 Orforglipron 또한 연내 제품 출시 예정으로, 저분자 화합물 기반 경구용 치료제 출시에 따라 환자들의 선택 폭이 다양화될 것으로 판단된다. Pfizer 또한 Metsera 인수 이후 약 3조원에 YaoPharma의 저분자화합물 경구용 비만치료제를 License-in했다. 해당 파이프라인은 현재 1상이 완료되어, 2상부터는 화이자가 진행할 예정이다. 경구용 및 장기지속형 비만치료제에 대한 딜들이 지속되고 있다. 국내 비만 관련 플랫폼 업체들에 대한 관심 지속을 권고한다.

[도표 20] 급여 지급 채널별 승인 비율 (항비만 GLP-1, 당뇨 GLP-1, SGLT2)



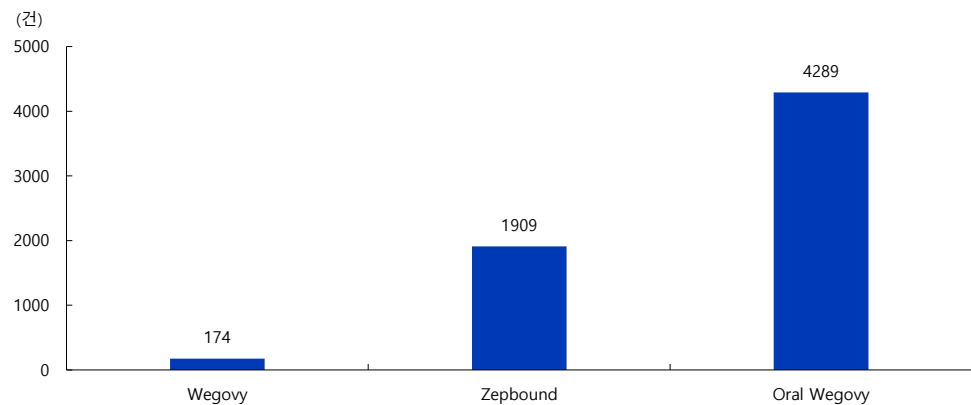
자료: IQVIA, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 약물별 환자 지급 채널



자료: IQVIA, 교보증권 리서치센터

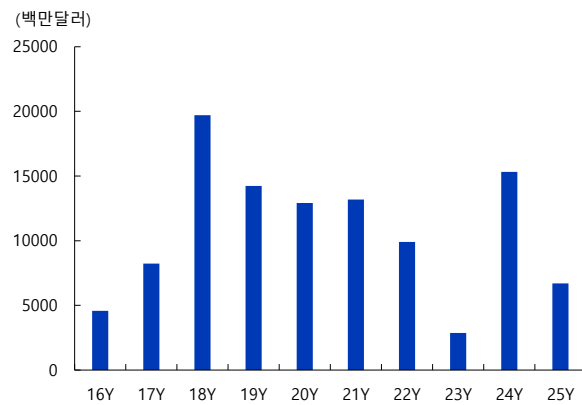
[도표 22] Oral Wegovy 출시 후 첫 주 처방 데이터 (급여 시장)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

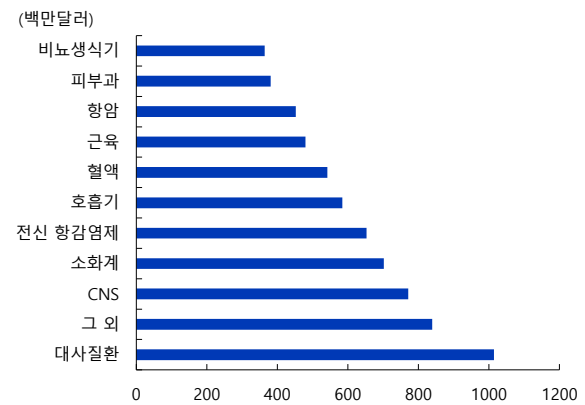
RNA 치료제에 대한 관심도 지속 권고한다. GLP-1 계열의 비만 치료제는 근육 감소에 대한 부작용이 존재한다. Semaglutide 투약 시 체중 감소의 약 30~40%가 Lean mass 감소로 나타나며, Tirzepatide의 경우 약 25%의 수준이다. 따라서 Eli Lilly의 경우 근육 증강제 Bimagrumab 등의 약물과의 병용 전략도 진행했던 이력이 있다. 따라서 최근에는 근육 감소가 없는 퀄리티 높은 체중 감량에 대한 Unmet needs가 커지고 있다. 식욕을 누르는 GLP-1 계열과 달리 RNA의 경우 간 또는 지방 세포를 직접 타깃한다. 지방세포의 분화, 비대 및 염증 신호를 유전자 발현 단계에서 직접 억제함으로써 지방 선택적 체중 감소를 유도하며, 그 결과 골격근 단백질 항상성에는 거의 영향을 주지 않는 체중 감량을 가능하게 하는 것이다.

[도표 23] 연도별 RNA 관련 딜 금액 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 24] RNA 딜 적응증별 규모 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

최근 Arrowhead가 RNA 기반 비만 치료제에 대한 긍정적인 임상 데이터를 발표했다. ARROW-INHBE, ARROW-ALK7 파이프라인 2개를 비만 치료제로 개발 중이며 현재 1상 및 2a상 등 초기 단계를 지니고 있다. INHBE의 경우 400mg 1회 투여 후 액티빈 E 수치가 평균 85% 감소되었으며, 내장 지방의 경우 16주차 1회 투여 후 9.9%, 24주차에는 15.6% 감소하는 결과를 보였다. 또한 Tirzepatide 병용 시에는 Tirzepatide 단독 대비 약 2배의 효과를 입증했다. 병용 요법이 16주차에 9.4%의 체중 감소율을 기록하며 단독 4.8% 대비 우수한 결과였다.

ALK-7의 경우 단독으로 1회 투여 후 8주차 내장 지방은 위약 대비 14% 감소했다. 애로우헤드는 ALK-7이 INHBE보다 높은 효능을 가질 가능성에 대해 언급했다. 따라서 추가적으로 T2D를 동반한 비만 및 병용 코호트에 대한 추가 계획도 보유하고 있는 것으로 판단된다. 2026년 해당 투 물질에 대한 임상 추가 결과 발표가 예정되어 있으며, 향후 다중 타겟 대상의 사람 대상 임상 진입도 예정되어 있다.

애로우헤드는 RNA 기반 비만 치료제 중 가장 속도감 빠르게 진행되고 있으나, 회사에서는 해당 파이프라인에 대한 파트너십 및 매각 의지가 전혀 없으며, 독립적으로 임상 후 출시 계획을 보유하고 있다고 언급했다. 해당 모달리티의 비만 치료제 경쟁력이 높아짐과 동시에, 경쟁사 대상의 파트너링 기회는 지속적으로 증가할 것으로 판단된다.

[도표 25] RNA 기반 대사 질환 치료제 개발 현황

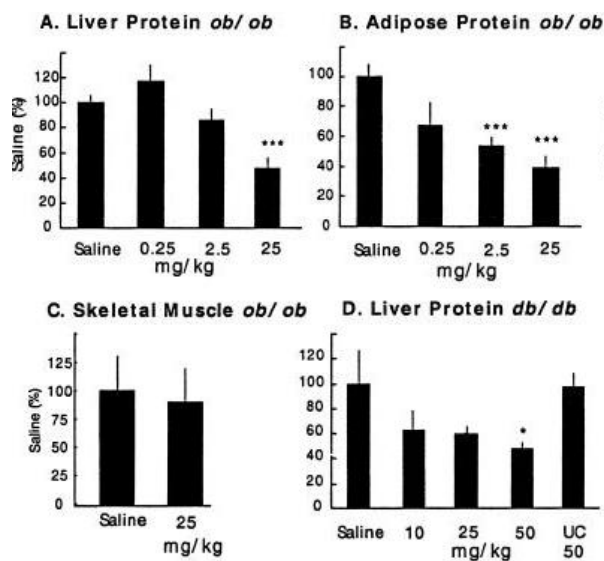
개발사	물질명	모달리티	타겟	적응증	임상 단계	임상 번호
Olix	OLX702A	si RNA	DGAT2	MASLD/MASH	1 상	NCT05579996
Arrowhead	ARO-INHBE	si RNA	INHBE	비만	1/2a 상	NCT06700538
Arrowhead	AROW-ALK	si RNA	ALK7	비만+T2D	1/2a 상	NCT06937203
Ionis	IONIS-PTP-1BRx	ASO	PTPN1	T2D/비만 동반 인슐린 저항성	2 상	NCT01918865
Alnylam/Regeneron	ALN-APOC3	si RNA	APOC3	고중성지방혈증	3 상	NCT06784349
Silence Therapeutics	SLN360	si RNA	LPA	Lp(a) 고혈증	2 상	NCT05537571

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

RNA 치료제의 비만 적응증 PoC 입증 후 셔들의 중요성도 부각될 것으로 전망한다. Arrowhead는 Tirzepatide 병용 시 우수한 체중 감소율을 보였으나, Mono 요법에서는 아쉬운 수준이었다. 따라서 기존 GLP-1 계열 약물 사용 후 근육 소실을 방어하는 유지 요법으로서의 가능성이 가장 대두되고 있다. Arrowhead도 해당 임상을 개시할 예정으로 밝혔다.

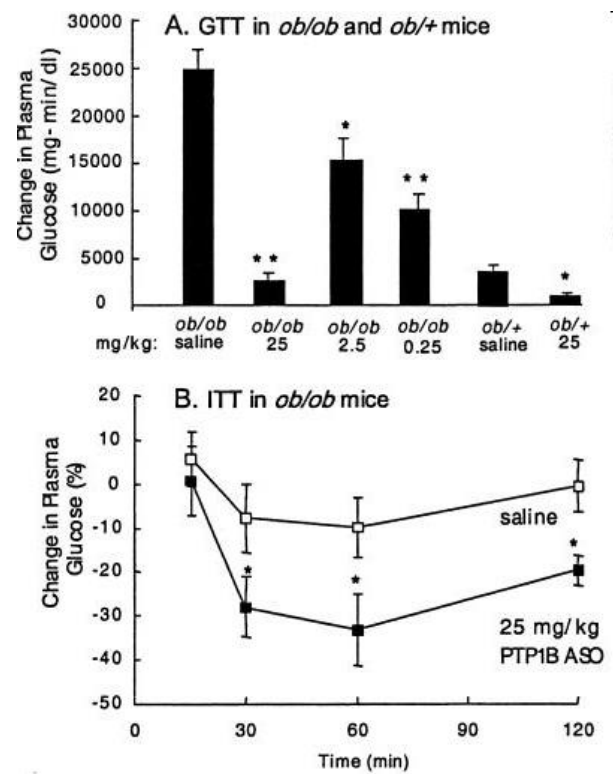
이는 RNA 비만 치료제는 일반적으로 INHBE, ALK-7 등 지방 세포 타깃을 사용하고 있으나, 약물 투여 시 간 또는 혈중 소실이 커 실제로 들어가는 RNA 양이 적기 때문이다. 지방세포 대사의 경우 10% 수준의 Knockdown에는 효과가 없고 30~40% 이상에서 급격한 Phenotype 변화를 보인다. 따라서 지방 세포는 해당 임계치를 넘어야 하는 싸움이다. 다만 Mono 요법 RNA 치료제는 평균 Knockdown이 임계치 아래 수준이다. 따라서 해당 Mono 요법에 약물 전달 셔들을 붙이게 될 경우, Knockdown 분포가 변경될 수 있다. 같은 용량 대비 지방 세포 내 도달량이 높아지며, Off-target 및 혈중 소실이 줄어든 가능성이 존재한다.

[도표 26] 용량별 타깃 내 PTP1B Protein 감소량



자료: PNAS2002, 교보증권 리서치센터

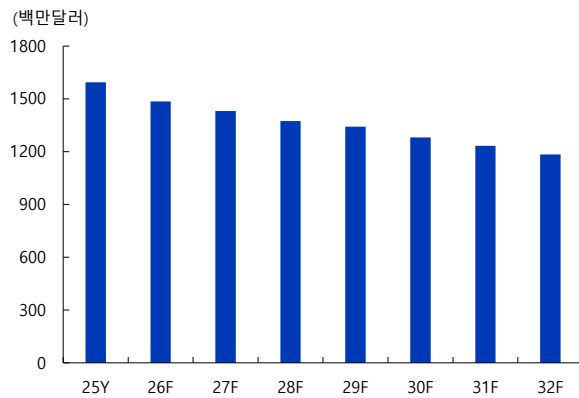
[도표 27] GTT/ITT 개선



자료: PNAS2002, 교보증권 리서치센터

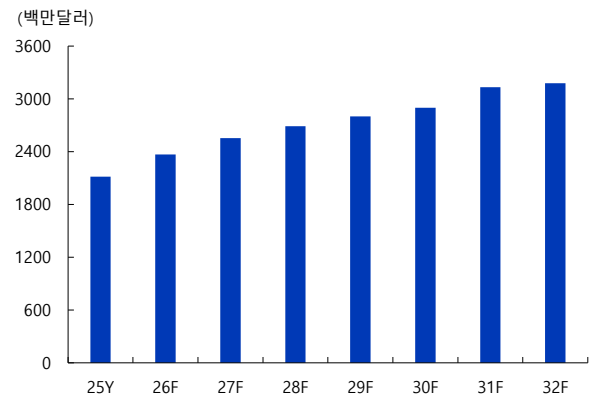
CNS 계열 내 RNA 치료제 또한 BBB 셔들이 중요하다. RNA의 경우 순수 분자량은 항체가 훨씬 크나, RNA는 강한 음전하를 띠고 있어 세포막 및 BBB 통과에 항체 대비 불리하다. 또한 항체는 접히는 구조의 단백질이나 RNA는 강성이 높은 선형 폴리머다. 따라서 CNS 계열 내 출시된 RNA 치료제는 척수강 (IT) 주사를 통해 투약되었다. Biogen의 SMA 치료제인 Spinraza가 그 예다. CNS 계열 RNA 치료제로서 최초로 승인받은 Spinraza는 단순 증상 개선뿐 아니라 SMN 단백질 생성을 회복함으로써 운동 신경 세포 소실 자체를 늦추는 놀라운 임상 결과를 발표했다. RNA 치료제로서의 Upstream 치료 가능성에 대한 PoC를 입증했으나, 이후 경구 투여가 가능한 저분자 화합물 치료제에게 추월당했다. 투약 편의성의 중요도가 높아지며 최근 RNA 치료제 기업들은 SC(피하)주사로의 개발을 시작 중이다. RNA 치료제의 딜 시장 내 CNS 적응증은 항상 높은 비율을 차지하고 있다. 해당 적응증 개발 시 셔들은 필수다.

[도표 28] Spinraza 매출 전망 및 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 29] Evrysdi 매출 전망 및 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

1. Eli Lilly: 대사질환의 왕, Q의 확장을 위한 노력

Eli Lilly는 지속적으로 비만 치료제에 대한 가격 투명성을 강조하고 있다. 약가를 명시해두는 Lilly Direct를 운영하며 소비자 직접 판매 플랫폼을 확대하기 위한 노력을 지속 중이다. 향후 출시될 Orforglipron에 대한 약가도 점진적 인하 계획을 밝힌 만큼, 비만 치료제 시장 내에서 릴리는 Q의 확장을 통해 M/S 확대를 진행하고자 하는 것으로 판단된다.

해당 방식은, 비만과 동반되는 합병증에 대한 적응증을 지속적으로 확대하는 전략을 사용 중이다. 최근 OA, 심혈관 질환, 뇌질환 등 비만 및 합병증에 대한 임상을 추가 개시하고 있다. 기존 보험 적용이 어려웠으나, 최근 Medicare Part D 커버가 가능해질 예정이다. Lilly는 Part D 커버 대상 환자가 약 5천 만명에 달한다고 추정하고 있다. Medicare Part D는 BMI에 따라 다르나, 비만 외 합병증을 보유하고 있는 환자에게만 보장이 가능해 해당 시장을 확장하기 위한 임상이 진행 중이다.

또한, 올해 2분기 출시될 것으로 추정되는 Orforglipron의 경우 다중 약물 요법을 이미 진행 중인 환자들의 처방이 예상되며 Medicare Part D가 보장되는 것이 Orfo의 M/S 확대에도 도움이 될 것으로 전망하고 있다. 해당 경구제는 유지요법으로의 사용 및 저분자화합물로 중저가 시장 향으로의 침투 확보를 목표하고 있다.

비만 및 대사 질환을 주력으로 진행 중이나, 조기 및 예방적 알츠하이머 시장의 확장으로 보유 중인 Remternetug, Donanemab에 대한 확장 또한 목표하고 있다.

[도표 30] Eli Lilly JPM Healthcare2026 장표

Entering **NEW ERA** in treating people with obesity and related complications

	FROM	TO
 Portfolio	Single marketed product	Broad portfolio of medicines across expanded indications
 Supply	Demand outpacing supply	Globally launched and widely available, with 13 sites under construction
 Access	Coverage and payer barriers	Increasing government and employer coverage, new alternative access models
 Direct patient engagement	Conventional pharma model	Innovative consumer mindset including LillyDirect platform

자료: Eli Lilly, 교보증권 리서치센터

2. Novo Nordisk: 비만 시장 1위 탈환을 위해

Novo Nordisk는 2026년 JPM에서 R&D의 집중을 선언했다. 비만과 당뇨병에 모든 R&D와 BD를 집중하겠다는 전략을 공유했다. 해당 질환과 유사한 적응증의 경우 자연스럽게 확장은 가능하나, 독립적인 적응증 개발은 중단할 예정이다. 비만 시장 1위 탈환을 위한 선택과 집중으로 판단된다.

Novo Nordisk는 비만 시장에 대해 전통 의약품 시장과 성격이 약간 다르며, 소비자 사업에 가깝다고 이야기 하고 있다. 즉 환자에게 직접 판매를 해야하며, 현금 채널을 확보하는 것을 최우선 과제로 제시했다. 자체 R&D 역량 및 BD를 통해 연구 개발 파이프라인 확충을 목표하고 있으며, 비만 및 당뇨병 후기 자산을 시장과 출시하며 초기 단계 자산을 3상 단계로 개발해 ‘속도’에 가장 신경을 쓰는 해가 될 것이라고 밝혔다. 비만 시장 1위 탈환을 위해 타 적응증에 대해서는 후순위로 미뤄두었을만큼 유의미한 에셋 인수에 대한 움직임도 적극적일 것으로 판단된다.

Novo Nordisk는 현재 처방받지 않고 있는 환자 대상의 시장 확장에 대한 목표를 밝혔다. Wegovy 고용량 (7.2mg)을 출시할 예정이며, Amazon/Costco 등과의 제휴를 통해 현금 시장의 확장을 계획하고 있다.

Oral Wegovy에 대해 Novo는 주사제 Wegovy와 동일한 체중 감량 효과를 보유하고 있으며, 복약 편의도는 기존 당뇨병 리벨수스 복용 중인 150만명의 환자에서 문제가 발생한 적이 없으며, Orfo의 경우에도 특정 종류의 스타틴을 복용 중인 경우 복용 전 2-4시간 공복 유지가 필요하다고 공유했다. Oral 시장은 기존 주사제 시장 내 전환이 이뤄지는 파이보다, 신규 시장의 확장이 기대되는 상황이고 판단된다.

Novo Nordisk는 20억의 환자 대상 접근성 확대를 위해서는 단기적인 손익 악화는 불가피해도 가격 인하가 필수적이라고 판단하고 있다. 미국 외 글로벌 내 볼륨 성장을 기대 중으로, 경구제, 고용량 및 차세대 제품으로 Eli Lilly와 경쟁을 목표로 하고 있다.

[도표 31] Oral Wegovy 제품 사진



자료: Novo Nordisk, 교보증권 리서치센터

3. MSD: Keytruda QLEX로 매출 절벽 방어

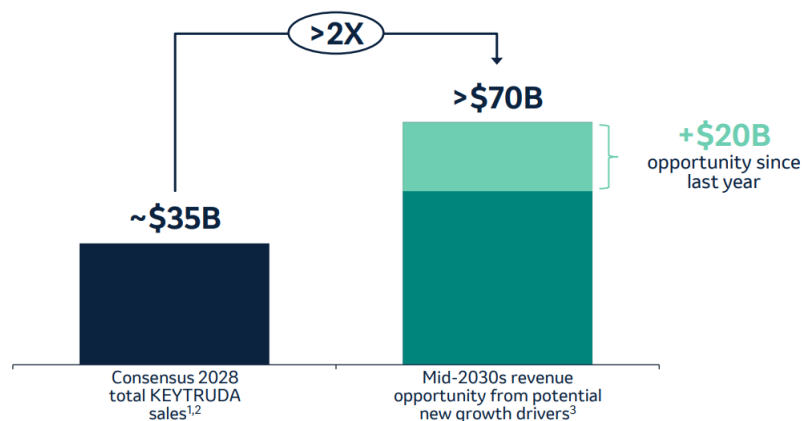
머크는 2025년 10월 Keytruda SC제형 (Keytruda QLEX) 승인 획득 후 제품을 출시했다. 현재 최종 J 코드 승인을 기다리고 있어 출시 후 6개월간은 매출의 고속 성장이 더딜 수 있으나, 향후 출시 후 18~24개월 내 30~40%의 도입률을 달성할 수 있다는 전망이다. SC 제형으로의 전환은 단독 요법 또는 Lynparza 및 Welireg과 같은 경구용 약물과의 병용 요법에서 가장 빠르게 진행될 예정이다. 또한 초기 단계의 적응증이 많은 분야에서도 높은 전환율을 기록할 수 있을 것으로 추정된다. 현재 초기 단계 적응증은 11개로, 그 중 5개 적응증은 OS 측면에서도 검증된 상황이다.

머크는 Keytruda QLEX 전환 목표 달성 시 Keytruda 특허 만료 시점 내 매출 절벽 방어가 가능하다고 소통하고 있다. Keytruda의 시장 점유율을 최대한 유지하고 가능한 가치 하락을 최소화할 수 있도록 가격 책정을 진행하는 것을 목표로 진행 중이다. Value under the curve에 대한 중요성을 강조했다.

머크는 2021년 이후 사업 개발에 600억 달러 이상을 사용했으며, 해당 파이프라인들의 임상 성과가 지속될 것을 밝혔다. 기존 파이프라인과의 병용 요법을 통해 지속적으로 확장 중이다. 2026년의 경우 HIV 경구 치료제 및 당뇨병성 황반부종 MK-3000, 궤양성 대장염 치료제 Tulisokibart의 3상 결과가 기대된다. 2027년은 Trop2 ADC sac-TMT에 대한 임상 3상 16건 진행 중으로, 해당 임상 결과의 다수 발표가 예정되어 있다.

[도표 32] MSD Keytruda 목표

Commercial opportunity from new growth drivers is more than double consensus 2028 total KEYTRUDA sales



자료: MSD, 교보증권 리서치센터

4. Sanofi: 면역질환의 왕

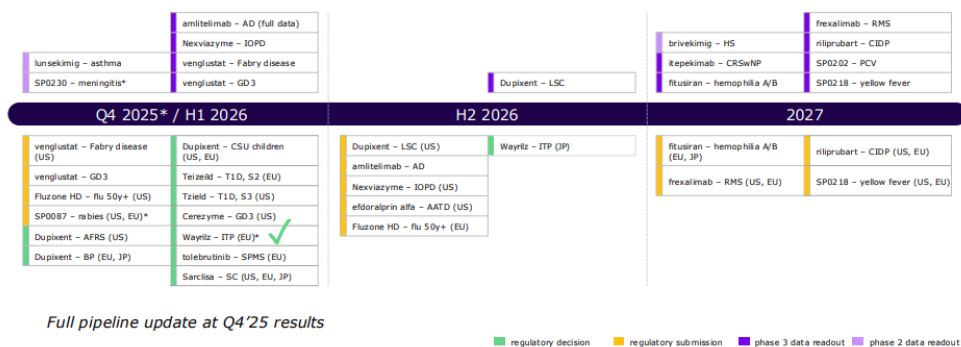
사노피는 주요 약물인 듀피젠트 기반의 성장을 지속할 것으로 전망한다. 전체 성장의 1/3은 듀피젠트에서, 그 외 1/3은 이미 시판 중인 제품, 나머지 1/3은 신규 파이프라인에서 나올 것으로 언급 중이다. 사노피는 1) (28년~30년 출시가 가능한) 후기 단계의 파이프라인 투자에 대한 관심도를 지속적으로 갖고 있으나, 2) M&A에 대해서는 신중한 태도를 유지한다고 밝혔다.

사노피는 아토피 피부염에 대해서는 미충족 의료 수요가 여전히 존재한다고 판단하고 있다. 여전히 해당 적응증 내 생물학적 제제의 침투율이 낮은 수준이기 때문이다. 따라서 다양한 기전의 약물을 선택지로 제공하는 것이 중요하다고 판단하고 있으며, OX40을 타깃하는 Amltelimab의 최종 데이터를 기대하고 있음을 언급했다. 해당 타깃은 듀피젠트 대비 초기 효능은 떨어질 수는 있으나, 가장 중요한 부분은 만성 질환으로 장기 투약해야 하는 환자들에게 시간 경과에 따라 효능이 계속 개선되는 타깃이라는 점을 밝혔다. 현재 새로운 약물이 출시될수록 듀피젠트의 판매량 증가도 가속화되어, 전체 아토피 피부염 내 생물학적 제제 시장이 커지고 있는 단계로 판단된다.

Frexalimab의 CD40 타깃 및 Amltelimab의 OX40 등 사노피는 신규 타깃을 통해 면역 시장의 침투를 확보하고자 하고 있다. 양 타깃 및 약물의 특징은, 효능 면에서 기존 표준 치료제를 크게 상회할 만큼의 Best-in-class 가능성은 낮더라도, 만성도가 높은 면역 질환들을 대상으로 근본적인 질병 경과를 변화시키거나, 장기 투여의 이점을 부여하고자 한다. 면역 질환 환자 대상의 선택지를 넓히기 위한 다양한 타깃 개발을 진행 중이라고 판단된다.

[도표 33] Sanofi 파이프라인 정리

Pipeline: *upcoming* news flow



자료: Sanofi, 교보증권 리서치센터

5. Pfizer: 비만 시장 후발주자의 전력질주

화이자는 2026년 중점 과제는 과거 진행했던 투자인 Seagen, Bioheaven, Metsera에 대한 가치를 극대화하는 것이라고 밝혔다. 기존 제품의 성장 및 파이프라인의 개발 가속화를 진행할 예정이다.

멧세라는 1) 월 1회 제형 데이터 연내 공개, 2) 초장기 지속형 Amylin 및 GLP-1 병용 요법에 대한 데이터를 기대하고 있다고 언급했다. 이는 화이자 인수 전에도 진행되었던 임상으로, 화이자 인수 후에는 20개 이상의 핵심 파이프라인 3상을 진입할 예정이라고 밝혔다. 멧세라의 초장기 지속형 GLP-1 치료제 임상 3상 연구 10개를 시작할 계획으로, 10개 중 첫번째는 2025년 12월 마지막 주 시작되었다.

화이자는 2025년 12월 중국 기업 Yao Pharma의 경구용 GLP-1 치료제 후보물질을 라이선스 인 해 온 이력이 있으나, 해당 물질은 저분자 화합물이다. 멧세라의 경구용 GLP-1 치료제는 펩타이드 기반의 물질로 비만 시장의 후발 주자인만큼 파이프라인 다양화를 통해 개발 속도를 내고자 하는 것으로 전망한다.

[도표 34] Pfizer 파이프라인 정리

Pfizer Pipeline | Key Recent & Anticipated 2026 Catalysts

Regulatory Decisions

HYMPAVZI (marstacimab)
Hemophilia A/B with inhibitors (BASIS)

● **PADCEV (enfortumab vedotin)***
Cisplatin-eligible Muscle-invasive Bladder Cancer (EV-303)

PADCEV (enfortumab vedotin)
Cisplatin-eligible Muscle-invasive Bladder Cancer (EV-304)

TUKYSA (tucatinib)
1L HER2+ Metastatic Breast Cancer Maintenance (HER2CLIMB-05)

● Approved

Data Readouts

ELREXFIO (elranatamab)
Double-class Exposed Relapsed / Refractory Multiple Myeloma (MagnetisMM-5)

LITFULO (ritlectinib)
Vilavito (TRANQUILLO)

Lyme Disease Vaccine Candidate (PF-07307405)
Lyme Disease Infection (VALOR)

Mevrometostat (PF-06821497)
1-2L Metastatic Castration-resistant Prostate Cancer Post-abiraterone (MEVPRO-1)

Sigvatatug vedotin (PF-08046047)
2L+ Non-squamous Metastatic Non-small Cell Lung Cancer (Be6A LUNG-01)

TALZENNA (talazoparib) + XTANDI (enzalutamide)
1L HRHm Metastatic Castration-sensitive Prostate Cancer (TALAPRO-3)

Ultra-Long-Acting GLP-1 (PF'3944 / MET-0971) | Phase 2b
Monthly Chronic Weight Management (VESPER-3)

Ultra-Long-Acting GLP-1 + Amylin (PF'3945 / MET-2331) Combo | Phase 1/2
Chronic Weight Management

20+ Pivotal Study Starts

Ultra-Long-Acting GLP-1 (PF'3944 / MET-0971)**
16 Studies

PD-1xVEGF (PF'4404)***
4 Studies

NURTEC (rimegepant)
2 Studies

HYMPAVZI (marstacimab)
Moderate Hemophilia A/B

LITFULO (ritlectinib)
Moderate Alopecia Areata

PADCEV (enfortumab vedotin)
Muscle-invasive Bladder Cancer (Bladder Sparing)

PCV25 (PF-07872412)
Pneumococcal Infection

Sigvatatug vedotin (PF-08046047)
1L Non-small Cell Lung Cancer TPS All Comers

자료: Eli Lilly, 교보증권 리서치센터

6. Johnson&Johnson: 초기 단계 파이프라인 인수에 집중

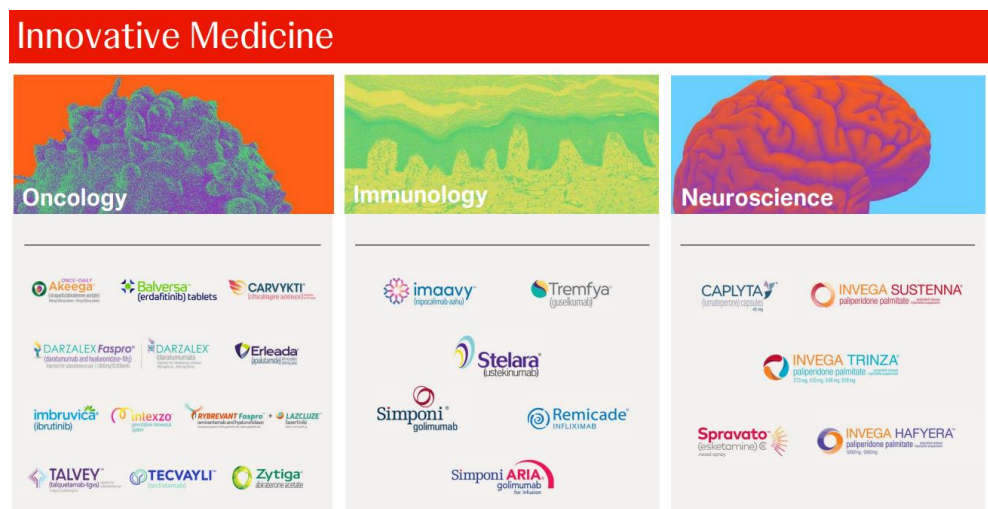
J&J는 트럼프 행정부와 합의 후 지정학적 리스크가 해소되었음을 알렸다. 미국 내 550억 달러의 투자 계획을 실제로 이행 중으로, 노스캐롤라이나에 바이오 의약품 공장을 설립했으며 펜실베이니아에는 세포 치료 공장을 설립했다. 따라서 거의 모든 첨단 의약품을 미국 내 생산 가능할 것으로 판단된다.

J&J는 2030년까지 항암 분야 매출 500억 달러를 목표로 하며, 업계 1위 항암제 기업으로 자리매김하는 것을 목표로 하고 있다. 기존 메인 약물인 다잘렉스의 지속적인 성장과 2025년 출시된 리브리반트 및 라스클루즈 병용 조합이 해당 목표의 근거다. 과거 다발성 골수종 환자의 기대 수명이 몇 년 단위였던 것에서, 다잘렉스 치료법 개발 이후 수십 년 단위로 늘어났다. 현재 다잘렉스의 목표는 80%의 환자가 치료 요법 내 J&J 제품 중 하나를 포함하도록 하는 것이다. 따라서 다잘렉스의 병용 요법을 지속적으로 개발 중이다. 최근 2차 치료에서 TECVAYLI와 다잘렉스 병용 요법에 대한 승인 허가를 신청했으며, 획득 시 표준 치료로 사용 될 수 있다고 판단하고 있다.

리브리반트는 최근 피하주사 제형 승인을 허가 받았으며, 기존 표준 치료제 대비 OS를 최대 2배 높일 수 있을 것이라고 전망하고 있다. EGFR 변이 비소세포암뿐 아닌, 두경부암 및 대장암에서도 의미 있는 데이터를 획득하며 향후 매출 성장의 큰 동력으로 언급했다.

J&J의 M&A 및 L/O 전략은 초기 및 중기 단계의 파이프라인 및 기업과의 거래다. 대규모 M&A에 대해서는 과거와 유사하게 소극적인 스탠스이나, 소규모 M&A 및 초기 임상 파이프라인에 대해서는 초기 발굴에 대한 목표를 제시했다.

[도표 35] J&J 주요 약물 정리



자료: J&J, 교보증권 리서치센터

7. Arrowhead pharmaceutical: RNA 플랫폼의 확장

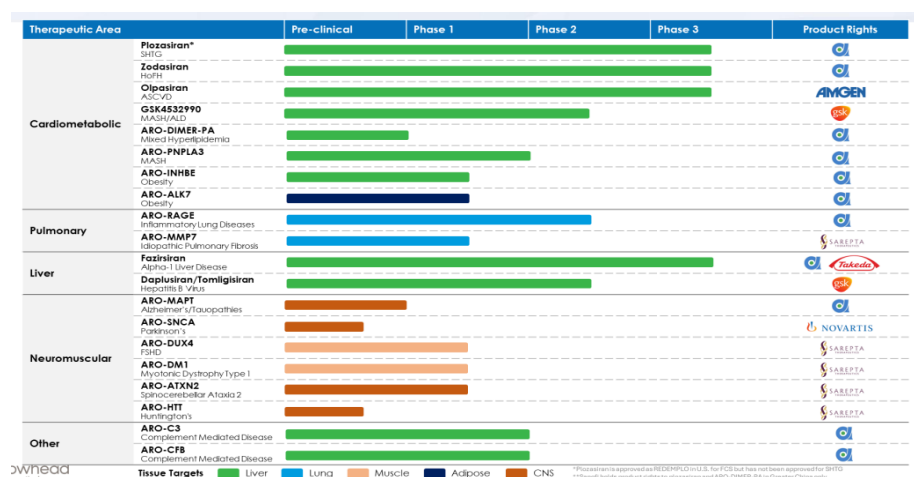
애로우헤드는 RNA 간섭 기술을 보유하고 있으며, CNS 및 비만 등 다수의 적응증 대상 20건의 임상을 진행 중이다. JPM 기간 내 비만 적응증에 대한 초기 임상 데이터를 공개했다. 현재 비만 시장이 GLP-1 계열을 중심으로 개발되고는 있으나, 여전히 미충족 수요가 많은 시장이다. 애로우헤드는 내장 지방을 감소시킴과 동시에 근육량 유지를 중요한 아젠다로 제시하고 있다.

ARROW-INHBE, ARROW-ALK7 파이프라인 2개를 비만 치료제로 개발 중이며 현재 1상 및 2a상 등 초기 단계를 지니고 있다. INHBE의 경우 400mg 1회 투여 후 액티빈 E 수치가 평균 85% 감소되었으며, 내장 지방의 경우 16주차 1회 투여 후 9.9%, 24주차에는 15.6% 감소하는 결과를 보였다. 또한 Tirzepatide 병용 시에는 Tirzepatide 단독 대비 약 2배의 효과를 입증했다. 병용 요법이 16주차에 9.4%의 체중 감소율을 기록하며 단독 4.8% 대비 우수한 결과였다.

ALK-7의 경우 단독으로 1회 투여 후 8주차 내장 지방은 위약 대비 14% 감소했다. 애로우헤드는 ALK-7이 INHBE보다 높은 효능을 가질 가능성에 대해 언급했다. 따라서 추가적으로 T2D를 동반한 비만 및 병용 코호트에 대한 추가 계획도 보유하고 있는 것으로 판단된다. 2026년 해당 투 물질에 대한 임상 추가 결과 발표가 예정되어 있으며, 향후 다중 타겟 대상의 사람 대상 임상 진입도 예정되어 있다. 애로우헤드는 RNA 기반 비만 치료제 중 가장 속도감 빠르게 진행되고 있으나, 회사에서는 해당 파이프라인에 대한 파트너십 및 매각 의지가 전혀 없으며, 독립적으로 임상 후 출시 계획을 보유하고 있다고 언급했다. 해당 모달리티의 비만 치료제의 경쟁력이 높아지며, 경쟁사 대상 파트너링 기회는 지속적으로 증가할 것으로 판단된다.

또한 ARO-MAPT를 알츠하이머 치료제로서 개발 중이다. 초기 데이터는 2026년 3분기 말 발표가 기대된다. 현재 유의미한 RNA 기반 알츠하이머 치료제가 존재하지 않는 상황으로 효능 입증에 중요하다. 기존 척수강내 주사를 피하 주사로 대체해 개발하는 것을 목표로 진행 중이다. 인간 대상 첫 데이터 발표될 것으로 예상되며, 해당 데이터 입증 시 RNA 치료제 시장에 대한 TAM 확대가 전망된다.

[도표 36] Arrowhead 파이프라인 정리



자료: Arrowhead Pharmaceuticals, 교보증권 리서치센터



Company Analysis

회사명	EPS(원)	Target P/E (배)	TP(원)	의견	상승여력 (%)
에이비엘바이오(298380)		-	260,000	Buy	33.6%
한올바이오파마 (009420)			-	Not Rated	-
한미약품 (128940)			510,000	Buy	14.9%
디앤디파마텍 (347850)		-	-	Not Rated	-
에이프릴바이오 (397030)		-	-	Not Rated	-
코오롱티슈진 (950160)		-	-	Not Rated	-
올릭스 (226950)		-	-	Not Rated	-

자료: 교보증권 리서치센터

에이비엘바이오 298380

Grabody-B의 끝없는 확장

Jan 20, 2026

Buy

유지

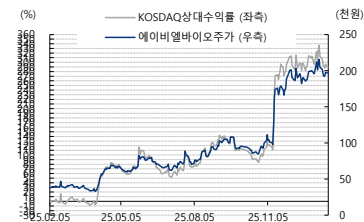
TP 260,000 원

상향

Company Data

현재가(01/19)	196,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	215,500 원
52 주 최저가(보통주)	31,850 원
KOSPI (01/19)	4,904.66p
KOSDAQ (01/19)	968.36p
자본금	270 억원
시가총액	108,431 억원
발행주식수(보통주)	5,530 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	97.1 만주
평균거래대금(60 일)	1,920 억원
외국인지분(보통주)	12.51%
주요주주	
이상훈 외 11 인	24.90%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	164.7	505.2
상대주가	-2.4	124.4	352.9

Grabody-B의 끝 없는 확장

2025년 에이비엘바이오는 빅파마 기술이전 2건 (GSK, Eli Lilly) 달성. Grabody-B의 검증이 진행되었던 한 해. 기존 주요 수요처였던 CNS 치료제 외 mRNA, ADC, Enzymes까지 모달리티 확장 진행되며 전방 산업의 확대가 가장 큰 의미

아이오니스와의 공동 연구를 통해 Grabody-B 플랫폼의 근육 및 간 조직 전달 가능성을 확인. 또한 뇌로 siRNA 등 항체 외 기타 모달리티의 전달 가능성도 확인. 릴리와 연구에서 근육 증강제 내 플랫폼 적용 가능성도 존재. 여전히 아밀로이드 베타, 타우 등 CNS 계열 내 메인 타깃 독점권 존재하는 상황에서 26년 연내 추가 딜 체결 가능성 높다고 전망. RNA 기반 비만 치료제들의 긍정적 데이터 지속 발표. 모달리티 검증 속 서들의 중요성 부각될 것으로 기대

담도암 치료제 ABL001의 OS 및 PFS 데이터 확인 가능할 2Q26. 기존 4Q25 발표 예정이었으나 생존값 연장된만큼 긍정적 데이터 발표 및 가속승인 허가 가능 전망. 블록버스터급 경쟁약물 보유하고 있는 ABL111의 1b상 전체 ORR 데이터 또한 2Q26 확인 가능할 것으로 판단. Grabody-B의 신규 딜 기대감 외에도 다수 파이프라인들의 임상 결과 볼 수 있는 2026년이 될 것으로 예상

투자의견 매수 유지 및 목표주가 260,000원으로 상향

에이비엘바이오의 투자의견 '매수' 유지 및 목표주가 260,000원으로 상향. Grabody-B 플랫폼의 딜 후보군 적응증 확장이 검증됨에 기인. CNS, 비만, RNA까지 빅파마들의 M&A 최대 관심분야로의 BBB 서틀 유효성 입증 진행된 2025년. 2026년 또한 에피토프 독점 CNS 딜 및 그외 모달리티 딜 체결 가능성 높다고 전망. 첫 상업화 가능성 파이프라인 ABL001, 블록버스터 경쟁 약물 대비 유효성 입증 가능할 ABL111의 임상 데이터 모멘텀도 존재

Forecast earnings & Valuation

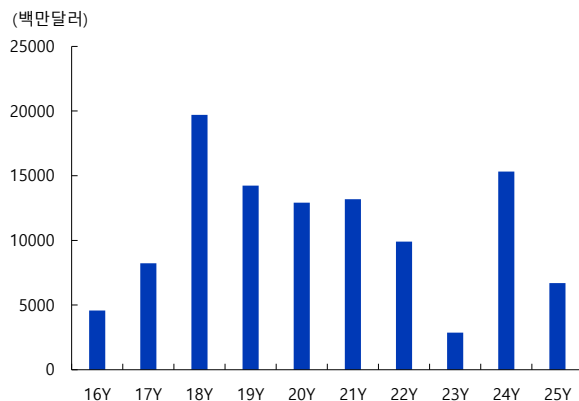
12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
순이자이익	66	33	38	46	55
비이자부문의익	-2.6	-49.0	15.0	20.0	20.0
영업이익	-3	-59	-67	-80	-95
세전이익	-4.5	-178.8	-176.3	-173.9	-172.7
지배주주순이익	-3	-56	-62	-74	-91
증가율(%)	-55	-1,156	-1,121	-1,349	-1,658
ROA(%)	적전	적지	적지	적지	적지
ROE(%)	-444.7	-25.9	-178.4	-145.8	-118.6
EPS(원)	158.7	-28.1	-112.5	-92.9	-76.8
BPS(원)	15.9	9.7	30.1	29.7	44.2
PER(배)	-42,087.1	-23.6	-163.8	-134.2	-113.1
PBR(배)	-3.7	-46.0	-23.2	-20.3	-30.0

RNA 치료제들의 각종 적응증항 PoC 입증 지속, 늘어나는 서들의 가치

RNA 치료제에 대한 다양한 임상 데이터가 발표되고 있다. 에이비엘바이오의 GrabodyB 가치 상향이 기대된다. 1) RNA 치료제는 Upstream으로 치료해 기존 레거시 모달리티 약물들이 갖고 있는 Unmet Needs가 해결되고 있다는 데이터를 일부 확인 가능하다. 2) 다만 주목도가 높은 비만, CNS 내의 RNA 치료제는 여전히 한계점이 존재한다. 3) 비만의 경우 Mono 요법의 낮은 체중 감소율, CNS의 경우 척수강 투여의 불편함으로 해당 부분에서 서들의 중요성은 계속 부각될 것으로 전망한다.

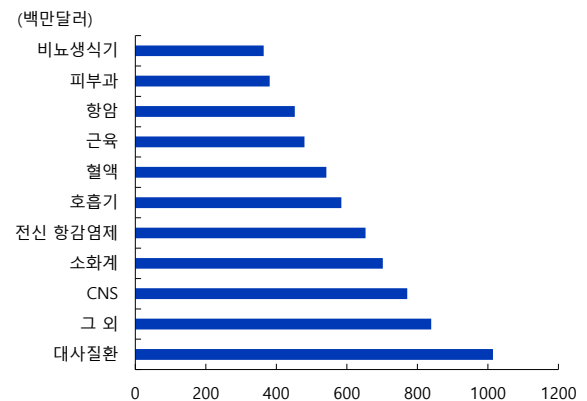
GLP-1 계열의 비만 치료제는 근육 감소에 대한 부작용이 존재한다. Semaglutide 투약 시 체중 감소의 약 30~40%가 Lean mass 감소로 나타나며, Tirzepatide의 경우 약 25%의 수준이다. 따라서 Eli Lilly의 경우 근육 증강제 Bimagrumab 등의 약물과의 병용 전략도 진행했던 이력이 있다. 따라서 최근에는 근육 감소가 없는 퀄리티 높은 체중 감량에 대한 Unmet needs가 커지고 있다. 식욕을 누르는 GLP-1 계열과 달리 RNA의 경우 간 또는 지방 세포를 직접 타깃한다. 지방세포의 분화, 비대 및 염증 신호를 유전자 발현 단계에서 직접 억제함으로써 지방 선택적 체중 감소를 유도하며, 그 결과 골격근 단백질 항상성에는 거의 영향을 주지 않는 체중 감량을 가능하게 하는 것이다.

[도표 37] 연도별 RNA 관련 딜 금액 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 38] RNA 딜 적응증별 규모 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

최근 Arrowhead가 RNA 기반 비만 치료제에 대한 긍정적인 임상 데이터를 발표했다. ARROW-INHBE, ARROW-ALK7 파이프라인 2개를 비만 치료제로 개발 중이며 현재 1상 및 2a상 등 초기 단계를 지니고 있다. INHBE의 경우 400mg 1회 투여 후 액티빈 E 수치가 평균 85% 감소되었으며, 내장 지방의 경우 16주차 1회 투여 후 9.9%, 24주차에는 15.6% 감소하는 결과를 보였다. 또한 Tirzepatide 병용 시에는 Tirzepatide 단독 대비 약 2배의 효과를 입증했다. 병용 요법이 16주차에 9.4%의 체중 감소율을 기록하며 단독 4.8% 대비 우수한 결과였다.

ALK-7의 경우 단독으로 1회 투여 후 8주차 내장 지방은 위약 대비 14% 감소했다. 애로우헤드는 ALK-7이 INHBE보다 높은 효능을 가질 가능성에 대해 언급했다. 따라서 추가적으로 T2D를 동반한 비만 및 병용 코호트에 대한 추가 계획도 보유하고 있는 것으로 판단된다. 2026년 해당 투 물질에 대한 임상 추가 결과 발표가 예정되어 있으며, 향후 다중 타겟 대상의 사람 대상 임상 진입도 예정되어 있다.

애로우헤드는 RNA 기반 비만 치료제 중 가장 속도감 빠르게 진행되고 있으나, 회사에서는 해당 파이프라인에 대한 파트너십 및 매각 의지가 전혀 없으며, 독립적으로 임상 후 출시 계획을 보유하고 있다고 언급했다. 해당 모달리티의 비만 치료제 경쟁력이 높아짐과 동시에, 경쟁사 대상의 파트너링 기회는 지속적으로 증가할 것으로 판단된다.

[도표 39] RNA 기반 대사 질환 치료제 개발 현황

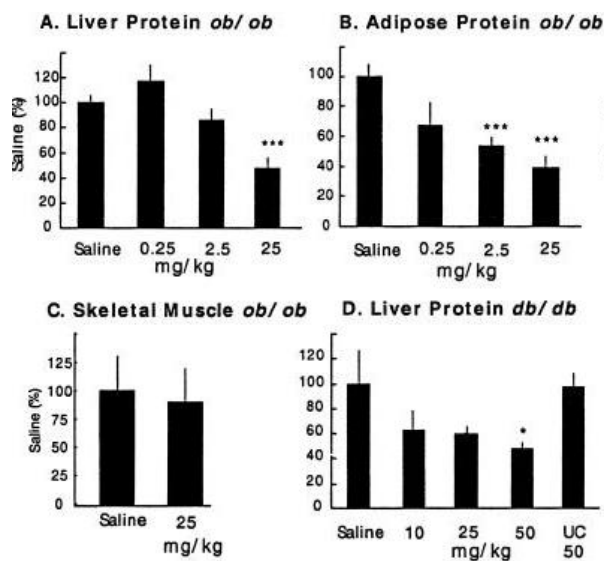
개발사	물질명	모달리티	타겟	적응증	임상 단계	임상 번호
Olix	OLX702A	si RNA	DGAT2	MASLD/MASH	1 상	NCT05579996
Arrowhead	ARO-INHBE	si RNA	INHBE	비만	1/2a 상	NCT06700538
Arrowhead	AROW-ALK	si RNA	ALK7	비만+T2D	1/2a 상	NCT06937203
Ionis	IONIS-PTP-1BRx	ASO	PTPN1	T2D/비만 동반 인슐린 저항성	2 상	NCT01918865
Alnylam/Regeneron	ALN-APOC3	si RNA	APOC3	고중성지방혈증	3 상	NCT06784349
Silence Therapeutics	SLN360	si RNA	LPA	Lp(a) 고혈증	2 상	NCT05537571

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

RNA 치료제의 비만 적응증 PoC 입증 후 셔들의 중요성도 부각될 것으로 전망한다. Arrowhead는 Tirzepatide 병용 시 우수한 체중 감소율을 보였으나, Mono 요법에서는 아쉬운 수준이었다. 따라서 기존 GLP-1 계열 약물 사용 후 근육 소실을 방어하는 유지 요법으로서의 가능성이 가장 대두되고 있다. Arrowhead도 해당 임상을 개시할 예정으로 밝혔다.

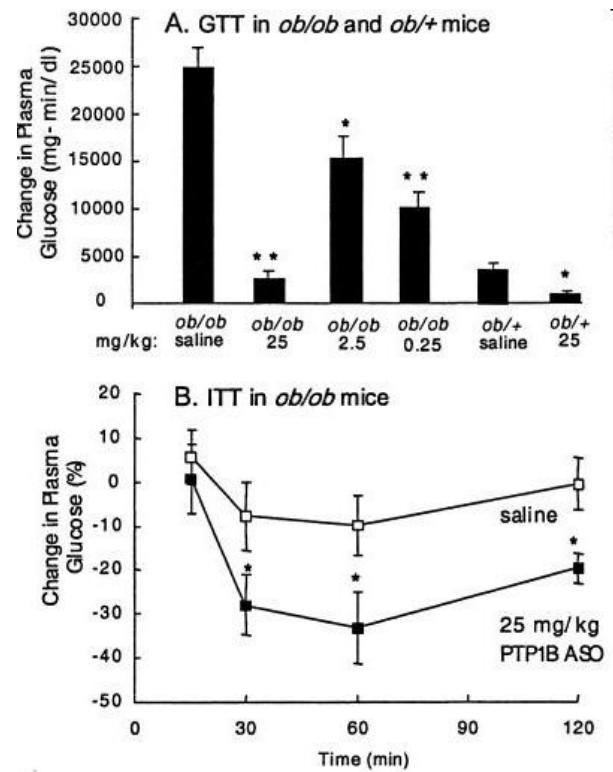
이는 RNA 비만 치료제는 일반적으로 INHBE, ALK-7 등 지방 세포 타겟을 사용하고 있으나, 약물 투여 시 간 또는 혈중 소실이 커 실제로 들어가는 RNA 양이 적기 때문이다. 지방세포 대사의 경우 10% 수준의 Knockdown에는 효과가 없고 30~40% 이상에서 급격한 Phenotype 변화를 보인다. 따라서 지방 세포는 해당 임계치를 넘어야 하는 싸움이다. 다만 Mono 요법 RNA 치료제는 평균 Knockdown이 임계치 아래 수준이다. 따라서 해당 Mono 요법에 약물 전달 셔들을 붙이게 될 경우, Knockdown 분포가 변경될 수 있다. 같은 용량 대비 지방 세포 내 도달량이 높아지며, Off-target 및 혈중 소실이 줄어든 가능성이 존재한다.

[도표 40] 용량별 타겟 내 PTP1B Protein 감소량



자료: PNAS2002, 교보증권 리서치센터

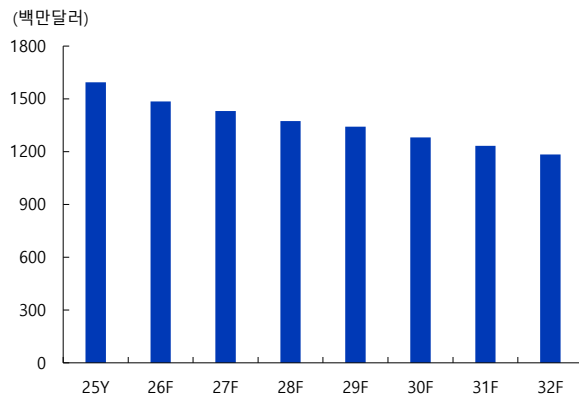
[도표 41] GTT/ITT 개선



자료: PNAS2002, 교보증권 리서치센터

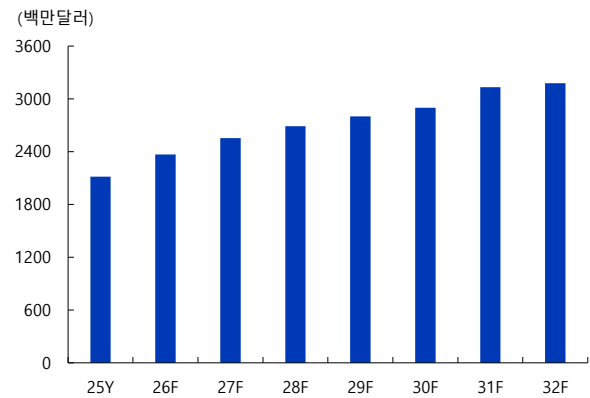
CNS 계열 내 RNA 치료제 또한 BBB 셔들이 중요하다. RNA의 경우 순수 분자량은 항체가 훨씬 크나, RNA는 강한 음전하를 띠고 있어 세포막 및 BBB 통과에 항체 대비 불리하다. 또한 항체는 접히는 구조의 단백질이나 RNA는 강성이 높은 선형 폴리머다. 따라서 CNS 계열 내 출시된 RNA 치료제는 척수강 (IT) 주사를 통해 투약되었다. Biogen의 SMA 치료제인 Spinraza가 그 예다. CNS 계열 RNA 치료제로서 최초로 승인받은 Spinraza는 단순 증상 개선뿐 아니라 SMN 단백질 생성을 회복함으로써 운동 신경 세포 소실 자체를 늦추는 놀라운 임상 결과를 발표했다. RNA 치료제로서의 Upstream 치료 가능성에 대한 PoC를 입증했으나, 이후 경구 투여가 가능한 저분자 화합물 치료제에게 추월당했다. 투약 편의성의 중요도가 높아지며 최근 RNA 치료제 기업들은 SC(피하)주사로의 개발을 시작 중이다. RNA 치료제의 딜 시장 내 CNS 적응증은 항상 높은 비율을 차지하고 있다. 해당 적응증 개발 시 셔들은 필수다.

[도표 42] Spinraza 매출 전망 및 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 43] Evrysdi 매출 전망 및 추이



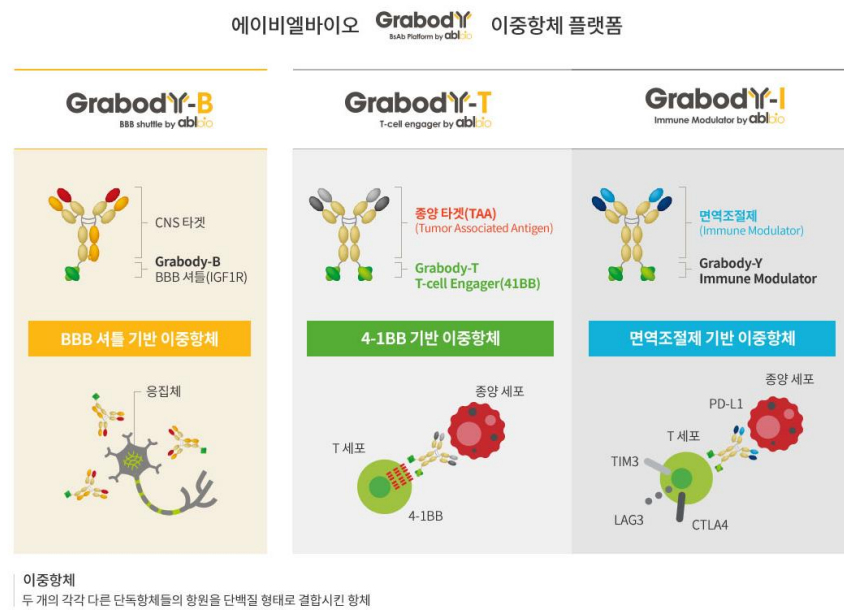
자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 에이비엘바이오 Valuation

구분	가치 (십억원, 천주)	비고
1 신약가치	14,534	
Grabbody-B	10,394	
ABL301	2,058	성공확률 35% 가정
ABL111	855	성공확률 15% 가정
ABL001	1,228	성공확률 50% 가정
2 순차입금	(89)	2025 년 말 가정
3 기업가치	14,445	
4 발행주식 수 (천주)	54,306	
5 적정 주가	266,000	
6 조정 적정 주가	260,000	
7 현재 주가	196,800	
8 Upside Potential	32.1%	

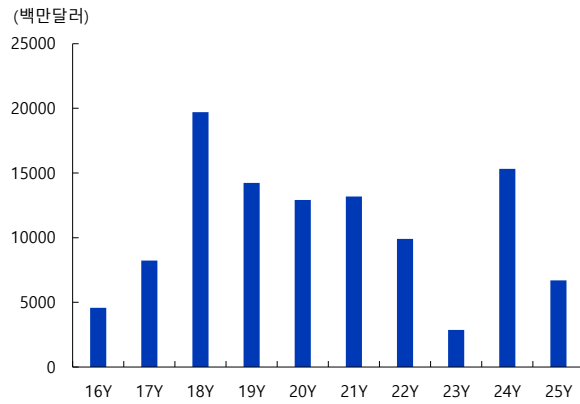
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 45] 에이비엘바이오 플랫폼



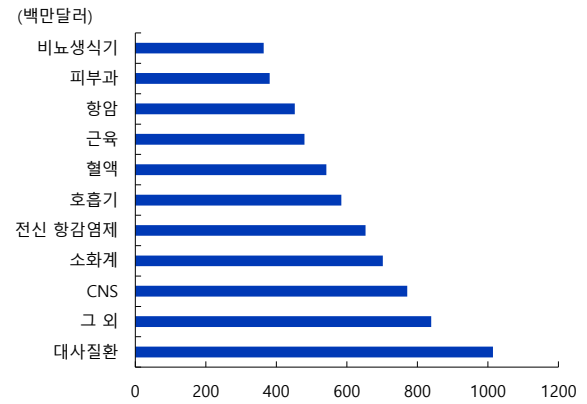
자료: 에이비엘바이오, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 연도별 RNA 관련 딜 금액 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 47] RNA 딜 적응증별 규모 추이



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

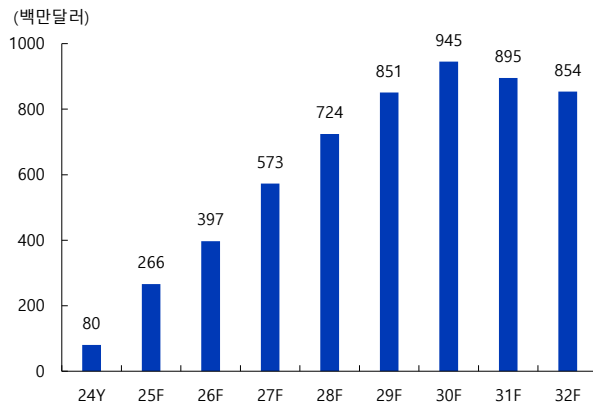
[도표 48] 담도암 2차 치료요법 탐라인 데이터 비교

(단위: %)

	ABL001+파클리탁셀	폴폭스+ASC	파클리탁셀
ORR	17.1	4.9	5.3
CBR	61.2	33.3	38.6
CR	0.9	1.2	0
PR	16.2	3.7	5.3
SD	44.1	28.4	33.3
PD	16.2	28.4	42.1
Non-CR/Non-PD	8.1	-	3.5

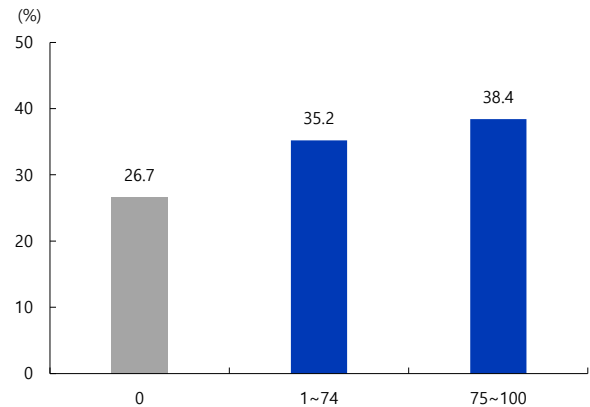
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터 / 주: 폴폭스+ASC는 영국 3상 탐라인 데이터

[도표 49] 졸베특시맙 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

[도표 50] 졸베특시맙 임상 내 CLDN18.2 발현율 분포 현황



자료: Astellas, 교보증권 리서치센터

[도표 51] CLDN 18.2 글로벌 키 플레이어 경쟁 현황

(단위: 십억원)

약물명	ABL111	Zolbetuximab		Osemitamab	IBI343	XNW27011
개발사	에이비엘바이오	아스텔라스		Transcenta	Innovent	아스텔라스
구분	이중항체	단일항체		단일항체	ADC	ADC
임상	미국 1b 상 (FOLFOX/CAPOX +PD-1 병용)	다국가 3 상 (FOLFOX 병용)	다국가 3 상 (CAPOX 병용)	중국 1/2b 상 (FOLFOX/CAPOX +PD-1 병용)	호주 1a/1b 상 (단독)	중국 1/2 상 (단독)
환자군	CLDN18.2	CLDN18.2		CLDN18.2	CLDN18.2	CLDN18.2
타겟 발현	1+, 1% 이상	2+, 75% 이상		2+, 40% 이상	1+,2+,3+, 60% 이상	2+, 5% 이상
ORR (전체)	70.6	53.8	42.5	55.7	22.7	51.3
ORR (유효 용량)	83	-	-	68	-	66.7
DCR	100	82	60.6	91.9	81.8	88
안정성	TEAE 100.0% (G3 이상: 65.0%)	98.8% (G3 이상 72.8%)	99.6% (G3 이상 86.7%)	-	-	-
CLDN18.2 타겟 관련 G3 이상 독성	G3 이상 독성 없음	Nausea 8.7%, Vommiting 12.2%	-	Nausea 3.7%, Vomitting 2.4%	G3 이상 독성 없음	-

자료: 에이비엘바이오, 교보증권 리서치센터

[에이비엘바이오 298380]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	66	33	38	46	55
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	66	33	38	46	55
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	68	93	105	126	150
영업이익	-3	-59	-67	-80	-95
영업이익률 (%)	-4.0	-177.8	-174.6	-172.7	-171.7
EBITDA	0	-57	-65	-79	-94
EBITDA Margin (%)	0.0	-170.5	-170.4	-170.4	-170.4
영업외손익	0	4	5	5	4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	6	7	7	5
금융비용	-6	-2	-2	-2	-2
기타	-1	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-3	-56	-62	-74	-91
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	-3	-56	-62	-74	-91
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3	-56	-62	-74	-91
당기순이익률 (%)	-4.0	-166.2	-160.9	-161.4	-165.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-3	-56	-62	-74	-91
지배순이익률 (%)	-4.0	-166.2	-160.9	-161.4	-165.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	-3	-56	-62	-74	-91
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-3	-56	-62	-74	-91

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-28	-69	-83	-96	-113
당기순이익	-3	-56	-62	-74	-91
비현금항목의 가감	10	4	0	-1	1
감가상각비	2	2	1	1	1
외환손익	0	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	2	0	0	1
자산부채의 증감	-33	-21	-25	-25	-25
기타현금흐름	-3	2	5	5	3
투자활동 현금흐름	30	-47	-2	-2	-2
투자자산	37	34	0	0	0
유형자산	-6	-9	0	0	0
기타	-1	-72	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	1	145	5	5	5
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	3	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	140	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-2	5	5	5	5
현금의 증감	3	28	199	-2	-121
기초 현금	25	28	56	255	253
기말 현금	28	56	255	253	132
NOPLAT	-3	-59	-67	-80	-95
FCF	-39	-87	-91	-104	-120

자료: 에이비엘바이오, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	76	144	344	344	225
현금및현금성자산	28	56	255	253	132
매출채권 및 기타채권	0	1	1	1	1
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	47	87	89	91	92
비유동자산	85	88	86	85	84
유형자산	76	85	84	83	82
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	4	0	0	0	0
기타비유동자산	5	2	2	2	2
자산총계	160	232	431	430	309
유동부채	42	63	63	63	63
매입채무 및 기타채무	9	14	14	14	14
차입금	0	43	43	43	43
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	33	6	6	6	6
비유동부채	44	1	1	1	1
차입금	43	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	86	65	65	64	64
지배지분	74	167	366	365	245
자본금	24	27	28	28	28
자본잉여금	364	511	511	511	511
이익잉여금	-342	-398	-200	-201	-321
기타자본변동	29	27	27	27	27
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	74	167	366	365	245
총차입금	43	43	43	43	43

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-55	-1,156	-1,121	-1,349	-1,658
PER	-444.7	-25.9	-178.4	-145.8	-118.6
BPS	1,547	3,094	6,642	6,623	4,447
PBR	15.9	9.7	30.1	29.7	44.2
EBITDAPS	-1	-1,122	-1,188	-1,425	-1,710
EV/EBITDA	-42,087.1	-23.6	-163.8	-134.2	-113.1
SPS	1,370	696	697	836	1,003
PSR	18.0	43.0	287.0	235.2	196.0
CFPS	-810	-1,709	-1,646	-1,883	-2,168
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-2.6	-49.0	15.0	20.0	20.0
영업이익 증가율	적전	적지	적지	적지	적지
순이익 증가율	적전	적지	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	30.3	-105.8	-96.2	-116.5	-140.8
ROA	-1.5	-28.3	-18.7	-17.3	-24.7
ROE	-3.7	-46.0	-23.2	-20.3	-30.0
안정성					
부채비율	116.2	38.7	17.6	17.7	26.3
순차입금비율	26.9	18.5	10.0	10.0	13.9
이자보상배율	-1.2	-1,647.4	-1,860.9	-2,209.1	-2,635.5

한올바이오파마 009420

IMVT-1402로 증명의 시간

Oct 20, 2025

Not Rated

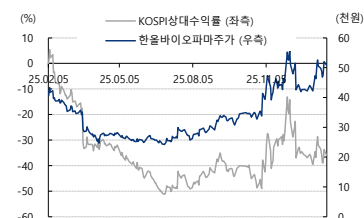
신규

콜레스테롤 부작용 해결한 1402의 데이터 확인 가능 시기

Company Data

현재가(01/19)	50,900 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	56,000 원
52 주 최저가(보통주)	24,250 원
KOSPI (01/19)	4,904.66p
KOSDAQ (01/19)	968.36p
자본금	261 억원
시가총액	26,590 억원
발행주식수(보통주)	5,224 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	61.1 만주
평균거래대금(60 일)	290 억원
외국인자본(보통주)	5.94%
주요주주	
대웅제약 외 3 인	31.24%
국민연금공단	8.30%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.3	73.7	30.2
상대주가	-2.2	12.9	-33.0

바토클리맵 상업화 여부를 결정할 TED 임상 3상 결과 확인 가능할 1월. 경쟁사 Argenx의 TED 임상 중단, 이뮤노반트 TED 2상 중 콜레스테롤 부작용 이슈로 중단, 바토클리맵 상업화 여부의 불확실성 부각되며 12월 한올바이오파마 주가는 -20.7% (vs 코스닥 바이오 -2.6%). 바토클리맵 상업화 불확실성은 주가 충분히 반영되었던 상황으로, 1402의 긍정적 데이터 발표 및 적응증 확장에 주목

부작용 문제 해결할 IMVT-1402의 일부 임상 결과도 확인 가능할 2026년. 1402는 경쟁사 대비 높은 IgG 감소율 및 콜레스테롤 부작용 제거된 물질. 불응성 ACPA+ 류마티스 관절염은 작년 초 임상 2상 시작되어 초기 16주 투약 데이터를 올해 공개할 전망. J&J가 최근 류마티스 2상 중단했으나, 부작용 이슈는 부재. 1402는 높은 IgG 감소율로 자가항체 수치 감소폭 경쟁사 대비 높을 것으로 판단해 긍정적 데이터 기대.

피부홍반성루푸스에 대한 PoC 타라인 발표 또한 2026년 예정. FcRn 억제제 경쟁사 중 해당 적응증에 대한 임상 진행되지 않고 있는 상황으로, 유효성 입증 시 First-in-class 달성 가능성. 해당 적응증은 류마티스 관절염과 시장 규모 유사해 기대되는 주요 적응증 중 하나로 판단

1402 데이터 발표에 따라 기업 가치 상승이 기대되는 올해

한올바이오파마는 불응성 ACPA+ 류마티스 관절염 및 피부홍반성루푸스 외 그레이브스 병, 중증근무력증에 대한 타라인 결과를 2027년, 쇼그렌증후군 및 다발성신경병증 타라인 결과 2028년 발표 예정. 중증근무력증은 Argenx 및 J&J가 이미 승인받은 적응증으로 해당 결과 내 Best in class 증명이 필요. 바토클리맵의 상업화 불확실성 부각은 주가에 충분히 반영되었다고 판단. 1402 발표됨에 따라 기업 가치 상승이 기대되는 올해

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	135	139	143	147	152
YoY(%)	22.7	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익(십억원)	2	0	0	0	1
OP 마진(%)	1.5	0.0	0.0	0.0	0.7
순이익(십억원)	4	-2	13	21	32
EPS(원)	67	-35	247	395	605
YoY(%)	1,295.2	적전	흑전	60.0	53.0
PER(배)	659.6	-1,118.7	177.1	128.7	84.1
PCR(배)	240.3	326.4	378.0	464.6	486.6
PBR(배)	12.4	12.0	12.6	13.2	11.4
EV/EBITDA(배)	413.7	595.4	761.9	989.4	1,083.2
ROE(%)	2.0	-1.0	7.4	10.8	14.5

[도표 52] 한올바이오파마 파이프라인

Area	Project code	Indication	Predclinical	Phase 1	Proof-of-Concept	Pivotal	BLA/NDA Review	Partners
Immunology	Batoclimab	중증근무력증 (MG)					(US/EU/Japan) (China)	IMMUNOVANT HARBOUR BIOMED
		감상선 안병증 (TED)					(US/EU/Japan) (China)	IMMUNOVANT HARBOUR BIOMED
		그레이브스병 (GD)				(Germany)		IMMUNOVANT
		만성 염증성 다발성 신경병증 (CIDP)				(US/EU)		IMMUNOVANT
	Imeroprubart (IMVT-1402)	그레이브스병 (GD)					(US/EU)	IMMUNOVANT
		류마티스 관절염 (ACPA+ DZT RA)					(US/EU)	IMMUNOVANT
		중증근무력증 (MG)					(US)	IMMUNOVANT
		만성 염증성 다발성 신경병증 (CIDP)					(US)	IMMUNOVANT
		쇼그렌 증후군 (SjD)					(US)	IMMUNOVANT
		파부 홍반성 루푸스 (CLE)					(US)	IMMUNOVANT
Area	Project code	Indication	Predclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	BLA/NDA Review	Partners
Ophthalmology	Tanfanercept (HL036)	안구건조증 (DED)					(US) (China)	DAEWONG HARBOUR BIOMED
Neurology	HL192	파킨슨병 (PD)				(Canada)		NURON DAEWONG PHARMACEUTICALS

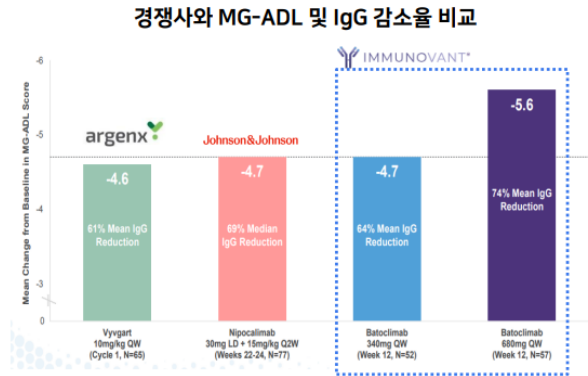
자료: 한올, 교보증권 리서치센터

[도표 53] FcRn 억제제 기전 적응증 진행 현황

	IMVT/HA	Argenx	J&J	UCB
Graves' Disease	●			
Rheumatoid Arthritis	●		●	
Generalized Myasthenia Gravis	●	●	●	●
Chronic Inflammatory Demyelinating Polyneuropathy	●	●	●	●
Thyroid Eye Disease	●	●		
Sjögren's Syndrome	●	●	●	
Cutaneous Lupus Erythematosus	●			
Immune Thrombocytopenia		●		●
Immune-Mediated Necrotizing Myopathy		●	●	
Anti-Synthetase Syndrome		●		
Diabetes Mellitus		●		
Lupus Nephritis		●		
Systemic Sclerosis		●		
Antimicrobial Resistance		●		
Seronegative Myasthenia Gravis		●		
Ocular Myasthenia Gravis		●		
Autoimmune Encephalitis		●		
Bullous Pemphigoid		●		
Pemphigus Vulgaris		●		
Systemic Lupus Erythematosus			●	
Warm Autoimmune Hemolytic Anemia			●	
Fetal and Neonatal Alloimmune Thrombocytopenia			●	
Hemolytic Disease of the Fetus and Newborn			●	
Myelin Oligodendrocyte Glycoprotein				●
Severe Fibromyalgia Syndrome				●

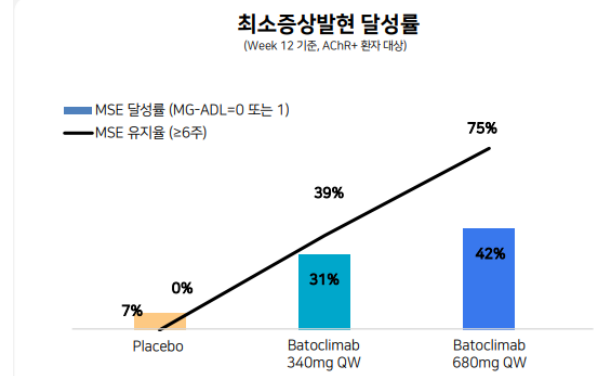
자료: 한올바이오파마, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 경쟁사와 MG-ADL 및 IgG 감소를 비교



자료: Galderma, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 바토클리맵 MG 3 상 내 최소증상발현 달성률



자료: Galderma, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 바토클리맵 및 IMVT-1402 결과 발표 일정

Indication	Study	Data Catalyst			
		2025	2026	2027	2028
TED	Phase 3	★	★		
Cutaneous Lupus Erythematosus	POC		★		
Grave's Disease	Potentially Registrational	● Remission data		★	
D2T RA	Potentially Registrational		● Initial results	★	
MG	Potentially Registrational	★		★	
Sjogren's Disease	Potentially Registrational				★
CIDP	Potentially Registrational				★

자료: 한올바이오파마, 교보증권 리서치센터

[한올바이오파마 009420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	135	139	143	147	152
매출원가	60	66	68	70	72
매출총이익	75	73	75	78	80
매출총이익률 (%)	55.7	52.8	52.8	52.8	52.8
판매비와관리비	73	73	75	77	80
영업이익	2	0	0	0	1
영업이익률 (%)	1.6	0.2	0.3	0.3	0.4
EBITDA	5	3	3	3	2
EBITDA Margin (%)	4.0	2.4	2.1	1.8	1.6
영업외손익	1	0	1	2	3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	1	2	2	3
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	3	0	1	2	3
법인세비용	0	2	-12	-19	-28
계속사업순이익	4	-2	13	21	32
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-2	13	21	32
당기순이익률 (%)	2.6	-1.3	9.0	14.0	20.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	4	-2	13	21	32
지배순이익률 (%)	2.6	-1.3	9.0	14.0	20.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	-18	-3	-3	-3
포괄순이익	15	-20	10	18	29
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	15	-20	10	18	29

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	30	9	24	32	42
당기순이익	4	-2	13	21	32
비현금항목의 가감	6	8	-7	-15	-26
감가상각비	3	3	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	5	-9	-17	-28
자산부채의 증감	20	4	6	6	6
기타현금흐름	0	0	12	20	31
투자활동 현금흐름	-12	-27	-6	-6	-6
투자자산	-3	-4	-1	-1	-1
유형자산	-2	-2	0	0	0
기타	-7	-22	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-1	1	1	1	1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	1	1	1	1
현금의 증감	17	-17	16	23	35
기초 현금	17	34	16	32	55
기말 현금	34	16	32	55	89
NOPLAT	2	2	4	5	6
FCF	23	7	12	13	13

자료: 한올바이오파마, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	114	85	101	124	160
현금및현금성자산	34	16	32	55	89
매출채권 및 기타채권	23	20	19	18	18
재고자산	32	38	39	40	41
기타유동자산	25	11	11	11	11
비유동자산	126	128	126	126	125
유형자산	18	17	15	13	11
관계기업투자금	1	2	4	5	6
기타금융자산	58	42	42	42	42
기타비유동자산	48	66	66	66	66
자산총계	240	213	227	250	285
유동부채	38	35	35	35	36
매입채무 및 기타채무	25	23	23	23	24
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	13	12	12	12	12
비유동부채	16	10	11	13	16
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	10	11	13	16
부채총계	54	45	46	48	52
지배지분	186	168	181	202	234
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	115	117	117	117	117
이익잉여금	31	26	39	60	92
기타자본변동	-8	-7	-7	-7	-7
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	186	168	181	202	234
총차입금	1	1	1	1	1

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	67	-35	247	395	605
PER	659.6	-1,118.7	177.1	128.7	84.1
BPS	3,565	3,223	3,470	3,865	4,470
PBR	12.4	12.0	12.6	13.2	11.4
EBITDAPS	104	64	56	50	45
EV/EBITDA	413.7	595.4	761.9	989.4	1,083.2
SPS	2,582	2,660	2,739	2,821	2,905
PSR	17.2	14.5	16.0	18.0	17.5
CFPS	449	140	229	241	252
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	22.7	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익 증가율	46.9	-89.6	57.1	31.1	20.5
순이익 증가율	1,295.2	적전	흑전	60.0	53.0
수익성					
ROIC	3.4	2.7	3.8	5.1	6.3
ROA	1.5	-0.8	5.9	8.7	11.8
ROE	2.0	-1.0	7.4	10.8	14.5
안정성					
부채비율	28.7	26.5	25.3	23.8	22.1
순차입금비용	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율	34.6	3.2	5.1	6.7	8.1

한미약품 128940

다시 돌아온 한미의 시간

Jan 20, 2026

Buy

유지

2026년 비만, 대사 모멘텀 다수

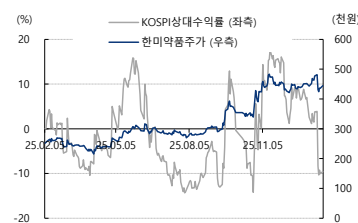
TP 510,000 원

유지

Company Data

현재가(01/19)	444,500 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	483,000 원
52 주 최저가(보통주)	215,000 원
KOSPI (01/19)	4,904.66p
KOSDAQ (01/19)	968.36p
자본금	320 억원
시가총액	56,945 억원
발행주식수(보통주)	1,281 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	12.7 만주
평균거래대금(60 일)	566 억원
외국인지분(보통주)	10.94%
주요주주	
한미사이언스 외 4 인	50.39%
국민연금공단	11.87%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	52.0	74.0
상대주가	-17.4	-1.2	-10.5

25년 12월 29일 Efinopegdutide 임상 2b상 완료. 2a상 내 지방간 감소율 24주차 기준 72.7% 기록한만큼 긍정적 조직생검 결과 기대. 연내 UCN2 계열 HM17321 1상 중간 발표도 기대. 전임상 내 제지방을 유의미하게 증가시켜 퀄리티 높은 비만치료제에 대한 기대감 갖고 있는 파이프라인. 사람 대상의 첫 임상 데이터 발표 예정. 삼중작용제 HM15275는 2025년 12월 임상 2상 개시해 진행 중. 당뇨 없는 비만 환자 대상의 36주간 실험. 동일 타깃의 Eli Lilly Retatrutide의 경우 68주 기준 28.7% 수준의 체중 감소율 보인만큼 강력한 체중 감소 필요한 환자 표지서정의 비만 치료제될 수 있을 것으로 기대

4Q25 매출액 4,207억원 (YoY +19.6%), 영업이익 685억원 (YoY +124.9%, OPM 16.3%)로 컨센서스 상회 추정. 한미약품 별도, 정밀화학, 북경한미 등 모든 사업부 성장에 따른 수익성 개선. 북경한미는 진해거담제 등을 바탕으로 성장해 4분기 계절성 반영. 연초 제시했던 4,000억원 매출 가이드스 충족 가능 전망. 정밀화학은 CDMO 매출 확대됨에 따라 분기 흑자 전환 예상. 향후 국내 CDMO 늘리며 점진적으로 수주 늘려나갈 전망. 한미약품 주요 제품 처방 실적 성장으로 매출 및 영업이익 모두 크게 개선될 것으로 전망

투자의견 Buy 및 목표주가 510,000원으로 유지

한미약품 투자의견 Buy 및 목표주가 510,000원으로 유지. JPM 내 파트너사의 동사 파이프라인 미언급 이후 Efinopegdutide 임상 결과에 대한 우려 발생해 주가 하락. 다만 12/29 완료된 임상으로 결과 확보 미완료되었다고 판단. 향후 MSD 실적발표 및 학회 내 발표 가능성 존재. 2a상 내 우수한 지방간 감소율 입증했던만큼 2b상에 대한 임상 기대감 유효하다고 판단. 에페글레타나이드 2H26 출시 후 첫된 차 매출 1,000억원 달성 기대. R&D 모멘텀 및 외형 성장 모두 기대할 수 있는 2026년

Forecast earnings & Valuation

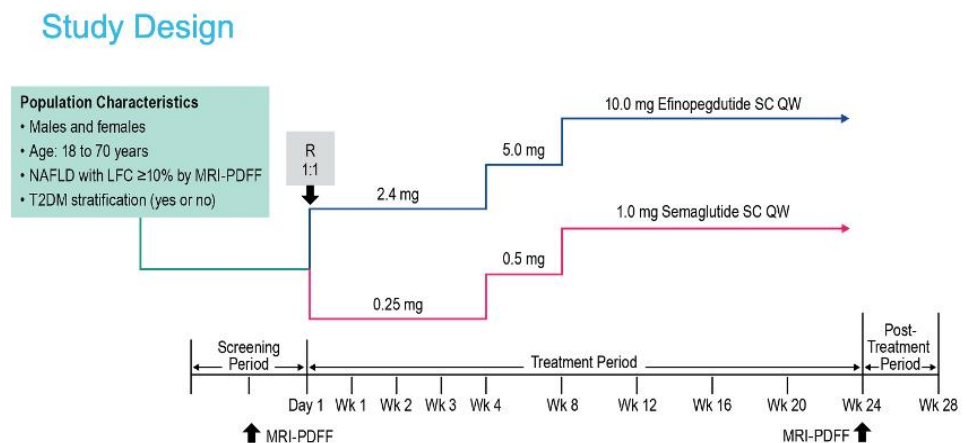
12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,491	1,496	1,535	1,694	2,050
YoY(%)	12.0	0.3	2.6	10.3	21.0
영업이익(십억원)	221	216	243	317	502
OP 마진(%)	14.8	14.4	15.8	18.7	24.5
순이익(십억원)	165	140	152	205	349
EPS(원)	11,641	9,470	10,275	13,799	23,543
YoY(%)	73.2	-18.7	8.5	34.3	70.6
PER(배)	30.3	29.6	44.0	32.2	18.9
PCR(배)	14.5	12.0	10.8	9.3	6.7
PBR(배)	4.6	3.3	4.8	4.2	3.5
EV/EBITDA(배)	15.3	12.9	18.4	14.7	9.7
ROE(%)	16.0	11.9	11.5	13.8	20.0

1. 2026 년, 비만/대사 모멘텀 다수

Efinopegdutide의 탑라인 결과 발표

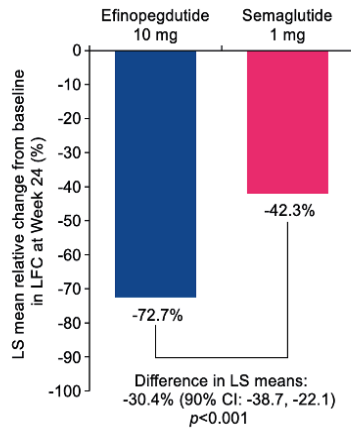
MSD에 기술이전된 MASH 및 MASLD 치료제 Efinopegdutide의 임상 결과발표가 기대된다. 해당 약물은 GLP-1/GCG를 동시 타겟하는 기전으로, 약효 지속력을 높이는 랩스커버리 플랫폼이 적용되었다. 현재 임상 2b상이 종료되어 1H26 내 데이터 발표할 것으로 추정된다. 지난 EASL2023 내 2a상 결과를 발표한 바 있고, 24주차 기준 지방간 감소율은 72.7%로 대조군 세마글루타이드 42.3% 대비 크게 개선된 결과를 보였다. 2a상의 주요 평가 지표는 MRI-PDFF로 확인한 지방간 감소율이었다면, 2b상의 주요 평가 지표는 조직생검 기반의 섬유화 악화 없는 MASH 해소다. MASH 치료제 승인을 위해서는 조직생검 지표를 바탕으로 MASH Resolution 또는 섬유화 개선 지표를 입증해야 한다. 조직생검 데이터 확인 전 간접 지표로서 활용 가능한 지방간 감소율 데이터에서 압도적인 유효성을 입증한 상황으로 2b상 데이터를 기대 가능할 것으로 판단한다.

[도표 57] Efinopegdutide 2a 상 임상 디자인



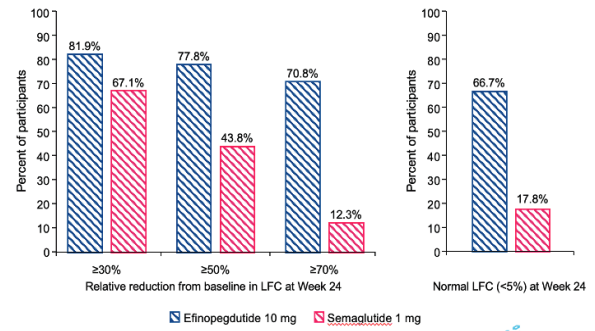
자료: EASL2023, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 세마글루타이드 대비 지방간 감소율 (24 주)



자료: EASL2023, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 수치별 지방간 감소한 환자 비율



자료: EASL2023, 교보증권 리서치센터

[도표 60] Efinopegdutide 2b 상 임상 디자인

임상명 Efinopegdutide의 안정성 및 유효성 평가를 위한 용량 증량 시험

임상번호 NCT05877547

임상단계 P2

환자 수 381

주요 평가 지표 52주차 섬유화 악화 없이 MASH 개선된 환자 비율

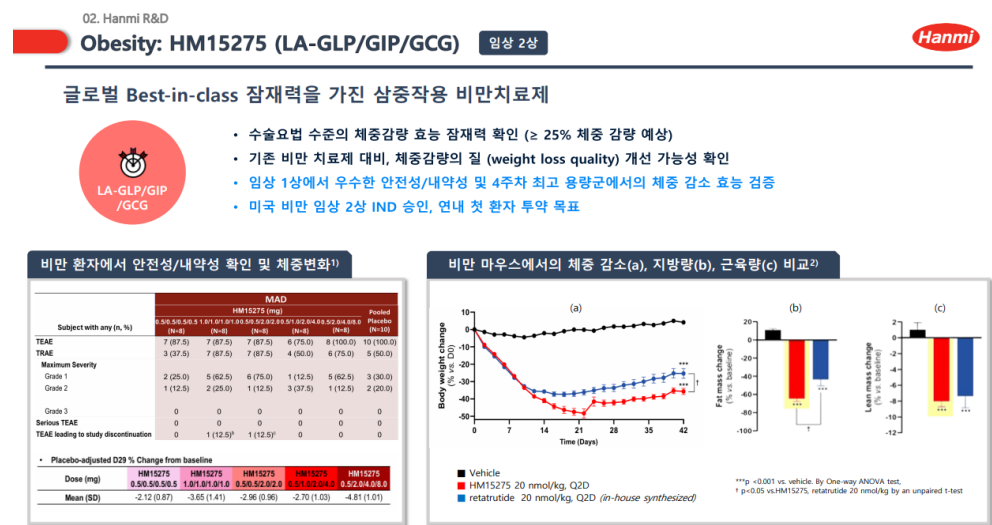
부 평가지표 52주차 지방간 악화 없이 섬유화 1 단계 이상 개선된 환자의 비율, 52주차 Baseline 대비 체중 변화율

자료: 교보증권 리서치센터

HM15275 (LA-TRIA), 올해도 예정된 Retatrutide 임상 데이터 발표

HM15275는 삼중작용제로 LA-GLP/GIP/GCG를 타겟하고 있다. 2025년 12월 미국 임상 2상을 개시해 진행 중이다. 250명의 당뇨가 없는 비만 또는 과체중 환자를 대상으로 36주간의 실험을 진행할 예정이다. 동일 삼중작용제는 현재 글로벌 약물 중 Eli Lilly의 Retatrutide만이 존재하는 상황이다. Retatrutide의 비만 임상 결과 확인 시, 68주 기준 용량에 따라 26.4%~28.7% 수준의 체중 감소를 기록했다. 연내 Retatrutide 3상에 대한 데이터 발표가 다수 예정되어 있는 만큼 삼중작용제에 대한 관심도 지속적으로 높아질 것으로 판단한다.

[도표 61] HM15273 (LA-GLP/GIP/GCG)



자료: 한미약품, 교보증권 리서치센터

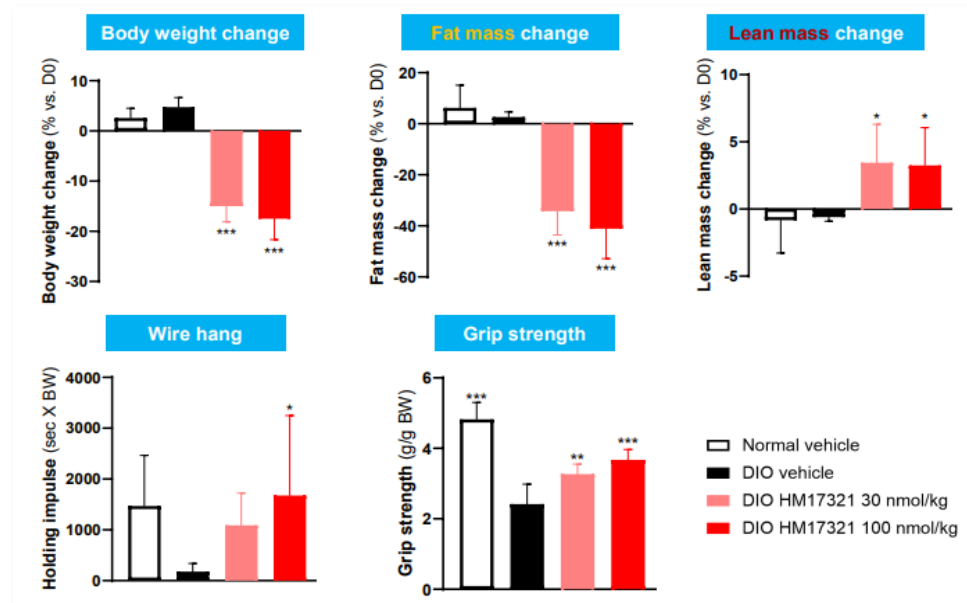
HM17321 (LA-UCN2), 근육 증가 비만치료제. 1H26 탑라인 데이터 발표 예정

해당 파이프라인은 GLP-1 계열이 아닌 CRF2 수용체 선택적 UCN2 유사체를 기반으로 만들어진 비만 치료제 물질이다. 현재 미국 1상을 진행 중인데, 가장 주목해야 할 포인트는 체지방 감소와 근육 증가를 목표로 하고 있다는 점이다. 2H26 내 1상 중간 발표가 기대된다.

EASD2025에서 한미약품이 구두 발표한 HM17321의 mouse model 데이터를 통해 확인이 가능하다. HM17321 투여군에서는 체중 감소에도 불구하고 제지방이 유의미하게 증가하여, 단순 체중 감소가 아닌 근육 보존 및 증가를 동반한 고품질의 체중 감량을 보였다.

이는 HM17321이 mTORC1 경로 활성화를 통해 근육 단백질 합성과 구조적 성숙(sarcomere organization)을 동시에 촉진하기 때문이다. 기능적 근력(grip strength)과 근지구력(wire hang test)을 유의하게 개선하였으며 Treg-mediated 재생 환경을 강화함으로써 근육 증가가 기능 저하 없이 안정적으로 유지됨을 입증했다.

[도표 62] HM17321 투여군 내 Lean mass change



자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

해당 기전은 현재 한미약품의 First-in-class 가능성이 높은 상황이다. 일반적으로 체중 감소의 약 20~40%가 제지방이며 그 중 상당 부분이 골격근으로, 약 20kg를 감량할 경우 4~8kg은 근육일 가능성이 높다. GLP-1 계열 비만치료제들이 근육 합성 신호에 대한 자극이 없기 때문에 고용량 및 장기 투여 시 근육 감소의 문제가 발생할 가능성이 높다. 따라서 해당 문제는 최근 경쟁이 심화되고 있는 비만 시장 내 중요한 포인트로 대두되고 있다. 향후 환자 및 사람 대상 임상에서 체중 감소와 제지방 증가가 동반되는 결과 입증 시 L/O 가능성도 높은 파이프라인이 될 것으로 판단한다.

[도표 63] HM17321 임상 1 상 디자인

임상명	HM17321의 건강한 성인 참가자 대상 SAD 평가
임상번호	NCT07219589
임상단계	P1
환자 수	40
주요 평가 지표	안정성 평가
부 평가지표	Cmax, Tmax, AUC
기타 평가지표	체중 감소율

자료: Clinical Trials, 교보증권 리서치센터

에페글레나타이드, 국내 최초 GLP-1 비만 치료제 상용화

에페글레나타이드는 2025년 10월 국내 임상 3상 데이터를 발표했다. 당뇨병을 동반하지 않은 성인 비만 환자 448명을 대상으로 진행한 임상으로, 40주간 주 1회 투약되었다. 5% 이상 체중이 감량된 투약군은 79.42%로 위약군 14.49% 대비 유효성을 입증했으며, 10% 이상 체중이 감량된 투약군은 49.46%로 위약군 6.52% 대비 개선되었고, 15% 이상 체중이 감량된 투약군은 19.86%로 위약군 2.9% 대비 크게 개선된 결과를 보였다.

초고도비만이 아닌 BMI30 이하 여성군에서 유독 우수한 결과를 발표했으며, 해당군의 체중 변화율은 -12.2%로 Subgroup 분석군 내 가장 높은 체중 감소율이었다. 최대 체중감소의 경우 30.14% 감량 사례도 존재했다. 또한 위장관 부작용이 타 GLP-1 계열 대비 낮은 편으로 안정성 데이터도 확보를 완료했다.

2025년 12월 에페글레나타이드의 품목허가를 신청 완료한 상황으로, 2026년 하반기 출시가 기대된다. 현재 출시된 GLP-1 계열의 비만치료제가 존재하는 상황으로, 가격 경쟁력을 강조한 포지셔닝으로 출시될 예정이다. 한미약품은 2027년 에페글레나타이드 매출 1,000억원을 목표로 하고 있다. 회사가 기존 보유하고 있는 대사 질환 영업망을 통해 병의원향 빠른 침투가 가능할 것으로 전망한다.

[도표 64] 한미약품 비만/대사 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상 / 승인
비만/대사	에페글루카곤 + 에페글레나타이드 LA TM Glucagon Combo	HM17321 LA-UCN2	HM15275 LA-GLP/GIP/GCG 에포시페그트루타이드 LA TM Triple agonist 에피노페그트루타이드 LA TM GLP/GCG agonist MSD	에페글레나타이드 LA TM Exd4 analog

자료: 한미약품, 교보증권 리서치센터

[한미약품 128940]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,535	1,694	2,050
매출원가	662	678	665	699	803
매출총이익	829	817	870	995	1,246
매출총이익률 (%)	55.6	54.6	56.7	58.7	60.8
판매비와관리비	609	601	627	678	744
영업이익	221	216	243	317	502
영업이익률 (%)	14.8	14.5	15.8	18.7	24.5
EBITDA	319	314	329	393	569
EBITDA Margin (%)	21.4	21.0	21.4	23.2	27.8
영업외손익	-27	-45	-48	-58	-60
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	12	14	11	12
금융비용	-29	-31	-35	-32	-33
기타	-3	-26	-26	-37	-40
법인세비용차감전순이익	194	171	195	259	442
법인세비용	29	31	43	54	93
계속사업순이익	165	140	152	205	349
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	152	205	349
당기순이익률 (%)	11.1	9.4	9.9	12.1	17.0
비지배자분순이익	19	19	21	28	48
지배자분순이익	146	121	132	177	302
지배순이익률 (%)	9.8	8.1	8.6	10.4	14.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-55	35	42	42	42
포괄순이익	111	175	195	247	391
비지배자분포괄이익	18	33	37	47	74
지배자분포괄이익	93	142	158	200	317

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	269	282	355
당기순이익	165	140	152	205	349
비현금항목의 가감	166	179	215	227	259
감가상각비	86	86	76	67	59
외환손익	1	-6	26	37	40
자본법평가손익	1	0	0	0	0
기타	77	100	114	123	160
자산부채의 증감	-57	-90	-34	-74	-140
기타현금흐름	-57	-36	-65	-75	-113
투자활동 현금흐름	-183	25	-32	-33	-33
투자자산	-139	104	0	0	0
유형자산	-27	-39	0	0	0
기타	-17	-40	-32	-33	-33
재무활동 현금흐름	-127	-94	34	46	46
단기차입금	-33	35	35	35	35
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	30	30	30	30
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-13	-16	-16	-16
기타	-76	-146	-14	-2	-2
현금의 증감	-92	137	265	274	342
기초 현금	147	55	192	458	732
기말 현금	55	192	458	732	1,073
NOPLAT	188	177	189	250	397
FCF	202	145	242	253	324

자료: 한미약품, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	1,021	1,352	1,822
현금및현금성자산	55	192	458	732	1,074
매출채권 및 기타채권	177	239	245	270	327
재고자산	289	301	309	341	412
기타유동자산	210	14	10	10	10
비유동자산	1,168	1,275	1,185	1,107	1,038
유형자산	833	796	720	653	594
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타금융자산	42	170	170	170	170
기타비유동자산	290	306	293	281	271
자산총계	1,899	2,021	2,206	2,459	2,860
유동부채	705	683	707	746	791
매입채무 및 기타채무	189	213	214	218	227
차입금	336	371	405	440	474
유동성채무	145	31	19	19	19
기타유동부채	34	68	69	70	71
비유동부채	94	97	126	155	185
차입금	82	86	116	146	175
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	11	11	10	9
부채총계	798	780	833	902	976
지배자분	955	1,085	1,201	1,362	1,647
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	797	958	1,243
기타자본변동	-40	-43	-43	-43	-43
비지배자분	145	156	172	196	237
자본총계	1,100	1,241	1,373	1,557	1,884
총차입금	571	494	545	609	673

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,641	9,470	10,275	13,799	23,543
PER	30.3	29.6	44.0	32.2	18.9
BPS	76,057	84,685	93,723	106,285	128,591
PBR	4.6	3.3	4.8	4.2	3.5
EBITDAPS	25,405	24,473	25,679	30,669	44,446
EV/EBITDA	15.3	12.9	18.4	14.7	9.7
SPS	116,376	116,736	119,826	132,206	160,011
PSR	3.0	2.4	3.8	3.4	2.8
CFPS	16,069	11,325	18,858	19,718	25,295
DPS	500	1,250	1,250	1,250	1,250

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.0	0.3	2.6	10.3	21.0
영업이익 증가율	39.6	-2.0	12.3	30.4	58.5
순이익 증가율	62.8	-15.1	8.5	34.3	70.6
수익성					
ROIC	15.9	15.2	16.8	23.2	36.4
ROA	7.6	6.2	6.2	7.6	11.3
ROE	16.0	11.9	11.5	13.8	20.0
안정성					
부채비율	72.6	62.9	60.7	57.9	51.8
순차입금비율	30.0	24.4	24.7	24.8	23.5
이자보상배율	7.7	8.9	6.9	9.9	15.3

디앤디파마텍 347850

간접 검증된 비만, 남아있는 MASH 한 방

Jan 20, 2026

Not Rated

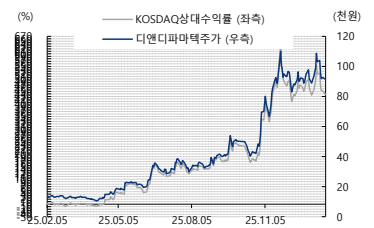
신규

간접 검증된 ORALINK, 그리고 남은 DD01

Company Data

현재가(01/19)	91,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	110,000 원
52 주 최저가(보통주)	10,461 원
KOSPI (01/19)	4,904.66p
KOSDAQ (01/19)	968.36p
자본금	53 억원
시가총액	39,835 억원
발행주식수(보통주)	4,354 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	150.4 만주
평균거래대금(60 일)	1,432 억원
외국인지분(보통주)	6.74%
주요주주	
이슬기 외 11 인	20.52%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	137.3	541.5
상대주가	-6.3	101.1	380.0

1H26 내 MASH 치료제 DD01 최종 데이터 공개 예상. 조직생검 발표 전 효능 유추해볼 수 있는 지방간 감소율 12주차 67% 달성 (Completer 기준). F2~F3 환자 기준 24주차 섬유화 바이오마커 또한 통계적 유의성 달성. 섬유화 개선은 시간이 필요한 지표로 48주차 조직생검 데이터 기대. 체중감소 및 혈당조절 효과도 입증 중. Biopsy 데이터 공개 전후 기술 이전 기대감 보유하고 있는 파이프라인

경구용 펩타이드 6개 품목을 멧세라에 약 1조 3천억원 규모로 기술 수출 진행 이력. 이후 화이자가 멧세라를 2025년 약 10조원 규모에 인수. 디앤디파마텍의 경구용 펩타이드 플랫폼 품의 경우 1) 소장 흡수 기전에 따라 음식/물 제한이 없어 편의성이 높으며, 2) 높은 경구 흡수율 및 체내지속성으로 인해 원가 경쟁력이 높다는 장점 보유. 현재 경구용 펩타이드인 Oral Wegovy가 저분자화합물인 Eli Lilly의 Orfoglipton 출시 후 성장률 둔화될 것이라는 우려 존재. 디앤디파마텍은 해당 단점이 제거된 플랫폼 보유, 데이터 발표되며 해당 장점 부각될 것으로 판단

MASH, 경구제까지 데이터 확인 시 가치 상향 가능 기대

상반기 MASH 파이프라인 DD01 Biopsy 데이터 확인 가능, 현재 MASH 시장의 쟁점이 섬유화 개선인만큼 해당 데이터의 유효성 입증 시 파이프라인 가치 상승 기대. Pfizer의 경우 비만 후발주자로서 장기지속형, 경구제 등 적극적인 M&A를 통해 빠른 속도의 개발 의지를 보여주고 있는 상황. ORALINK 적용된 경구용 비만 후보물질의 임상 데이터 연내 확인할 수 있을 것으로 기대. 기존 경구용 펩타이드의 단점이 제거된 플랫폼으로, 데이터 확인 시 플랫폼 가치 또한 상향 가능하다고 판단

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	19	11	15	21	28
YoY(%)	2,959.0	-38.8	35.0	35.0	35.0
영업이익(십억원)	-13	-25	-31	-41	-53
OP 마진(%)	-68.4	-227.3	-206.7	-195.2	-189.3
순이익(십억원)	3	-29	-32	-39	-49
EPS(원)	441	-2,822	-716	-871	-1,097
YoY(%)	흑전	적전	적지	적지	적지
PER(배)	0.0	-17.2	-128.3	-105.1	-83.4
PCR(배)	0.0	-130.3	-166.7	-119.7	-86.5
PBR(배)	0.0	7.3	41.6	28.3	20.3
EV/EBITDA(배)	0.0	-25.2	-147.6	-106.5	-77.2
ROE(%)	14.0	-49.0	-37.1	-32.0	-28.4

1. 회사 개요

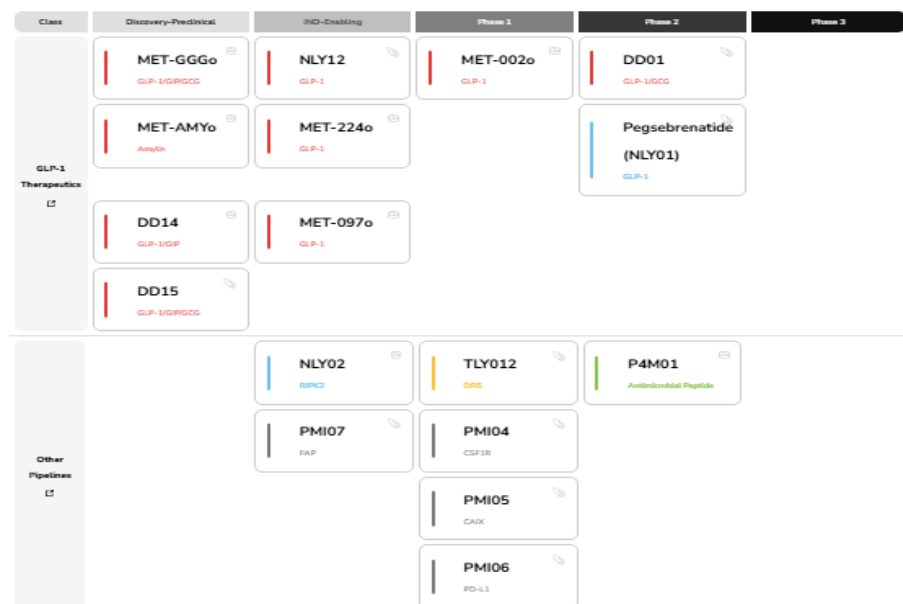
비만, MASH 등 대사성 질환 치료제를 주력으로 개발하고 있는 바이오텍

디앤디파마텍은 2014년 설립, 2024년 상장한 바이오 업체다. 비만, MASH 등 대사성 질환 치료제를 주력으로 개발하고 있는 바이오 회사다. GLP-1 계열 펩타이드를 자체적으로 개발하며, 복약 편의성 개선을 위한 경구형 플랫폼 기술 및 장기지속형 기술을 모두 보유하고 있다.

현재 메인 파이프라인은 GLP-1/GCG 타겟 MASH 치료제로 개발 중인 DD01이다. 임상 2상 중으로, 12주차의 MRI-PDFF를 통해 확인한 지방간 감소 값을 중간 발표했다. 1월 48주 환자 투약 완료, 5월 48주 조직생검 데이터를 발표할 예정으로, 해당 데이터 확인 후 기술 이전 기대감을 보유하고 있는 파이프라인이다. 우수한 12주차/24주차 지방간 감소 값 및 섬유화 바이오마커 결과를 통해 Endpoint 값이 기대된다. GCG 비율을 낮춰, 동일 GLP-1/GCG 이중작용제 대비 뛰어난 혈당 조절 효과도 입증한 파이프라인이다.

디앤디파마텍은 펩타이드 경구화 플랫폼 기술인 ORALINK도 보유하고 있다. 펩타이드는 일반적으로 소화계에서 쉽게 분해되며 점막 통과가 어려워 경구흡수율이 떨어지는 문제를 갖고 있으나, 해당 기술은 반감기 극대화 및 경구 흡수율을 증대시키며 복용 편의성을 제고하는 플랫폼이다. 멧세라에 8억 달러의 규모로 라이선스 아웃 딜을 진행했으며, 이후 멧세라는 100억 달러에 화이자에 인수되었다. 멧세라의 경구용 제품인 MET-097o 및 MET-224o은 임상 단계에 진입 후 인체 효능 결과의 확인이 기대된다.

[도표 65] 디앤디파마텍 파이프라인 현황



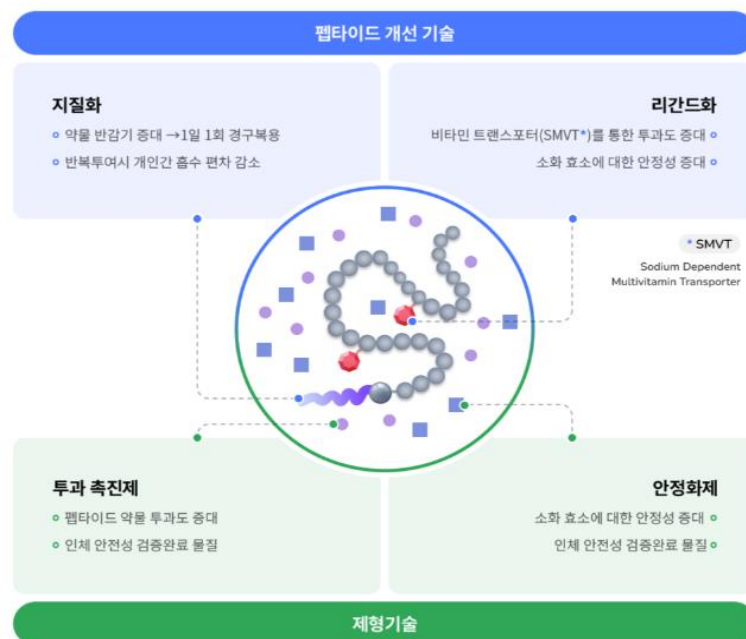
자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

2. 결국 검증된 ORALINK

ORALINK는 펩타이드 경구화 플랫폼 기술을 의미한다. 펩타이드는 아미노산들이 결합된 분자로, GLP-1의 대분류다. 타깃 특이성이 높고 효능이 명확하나, 소화계에서 쉽게 분해되며 점막 통과가 어려워 경구 흡수율이 매우 떨어지는 특성이 있다. 따라서 주사제로 사용된다.

일반적인 펩타이드는 그 크기로 촘촘한 세포막을 투과하는 데에 한계가 존재하나, ORALINK는 리간드화를 통해 SMVT에 의한 수송을 유도하여 약물의 투과도를 높인다. 또한, 지질화를 통해 알부민에 흡착되어 반감기가 높아짐에 따라 1일 1회 복용을 가능하게 하였고, 이로써 개인간 흡수 편차를 최소화한다. 또한 투과 촉진제를 사용해 세포 내 투과 및 세포 간 투과를 모두 유도하여, 세포간 투과만을 목표로 하는 타 기술 대비 투과도를 더욱 극대화할 수 있도록 설계했다. 가장 큰 문제였던 경구 섭취 시 장 내 효소에 노출되어 분해되는 펩타이드를 효소에 의한 분해를 억제해 그 고유 성질을 유지할 수 있도록 하는 기술이다. 이를 통해 반감기 극대화, 경구 흡수율 증대, 복용 편의성 제고 및 원가 경쟁력 상승에 대한 기대 효과를 보유하고 있다.

[도표 66] 디앤디파마텍 ORALINK



자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 기반 기술별 경구용 비만치료제 장단점 비교

	펩타이드 기반	저분자 화합물 기반
생산 단가	높음	낮음
경구 생체이용률	낮음	높음
장기 안정성	20 년 이상 인체 검증 완료	장기 인체 안전성 검증 필요, 부작용 의한 개발 중단 사례 존재
반감기	깊	짧음
다중작용제 설계	다중작용제 설계 용이	다중작용제 설계 불가
비고	-장기간 검증된 인체 안전성 및 긴 반감기 -다중작용제 설계로 개선된 효능 기대 -생체 이용률 제고 시 저분자 화합물 대비 안전성+효능서 종합적 경쟁 우위 확보	- 장기 인체 안전성 검증 미비 - 짧은 반감기로 인해 환자 편의성 저하 - 펩타이드 기반 경구용 다중작용제 상용화 시 효능 및 안전성 측면 열위 예상

자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

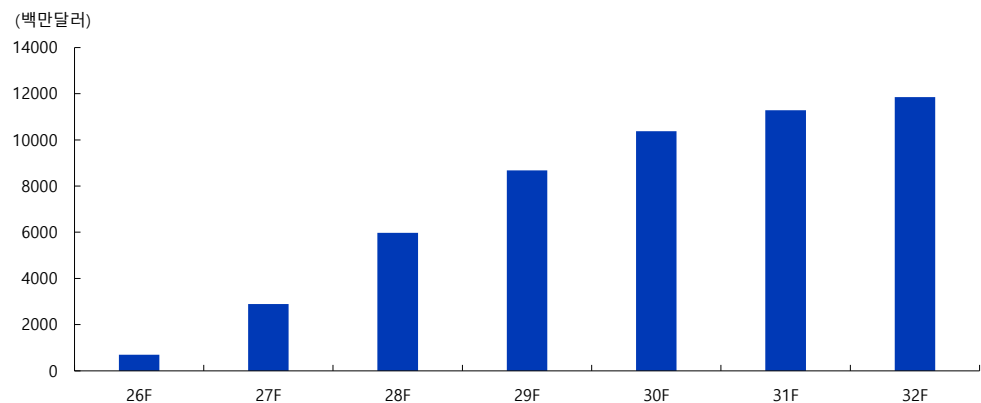
[도표 68] 글로벌 경구용 비만치료제 임상개발 현황

회사명	구분	제품명 (물질명)	타깃	개발단계
Novo Nordisk	펩타이드	Oral Semaglutide	GLP-1	승인
Eli Lilly	저분자 화합물	Orforglipron	GLP-1	허가 신청
Structure	저분자 화합물	Aleniglipron	GLP-1	P2
Ascleptis	저분자 화합물	ASC-30	GLP-1	P2
AstraZeneca	저분자 화합물	ECC-5004	GLP-1	P2
Novo Nordisk	펩타이드	Amycretin	GLP-1/amylin	P2
Viking	펩타이드	VK-2735	GLP-1/GIP	P2
Roche	저분자 화합물	RG6652	GLP-1	P2
Gilead	저분자 화합물	GS-4571	GLP-1	P1
Kailera	저분자 화합물	KAI-7535	GLP-1	P1
Verdiva	펩타이드	VRB-101	GLP-1	P1
Sciwind	저분자 화합물	XW-014	GLP-1	P1

자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

경구용 비만치료제는 크게 저분자화합물과 펩타이드 기반으로 나뉜다. 현재 승인 허가 획득 및 신청이 진행된 경구용 비만치료제는 Novo Nordisk의 Oral Sema (펩타이드 기반), Eli Lilly의 Orfoglipron (저분자화합물 기반)가 있다. Lilly는 경구용 치료제의 전체 시장 침투율을 최대 30%로 목표하고 있다. 승인 받은 시점은 Oral Sema가 앞서있으나, 저분자화합물의 복용 편의성 및 경제성으로 인해 시장은 Eli Lilly의 Orfoglipron이 점유율 면에서 앞설 것이라고 전망하고 있다. Evaluate Pharma 기준 Orfoglipron의 2030년 매출은 약 100억 달러로 추정되고 있다.

[도표 69] Orfoglipron 매출 추정



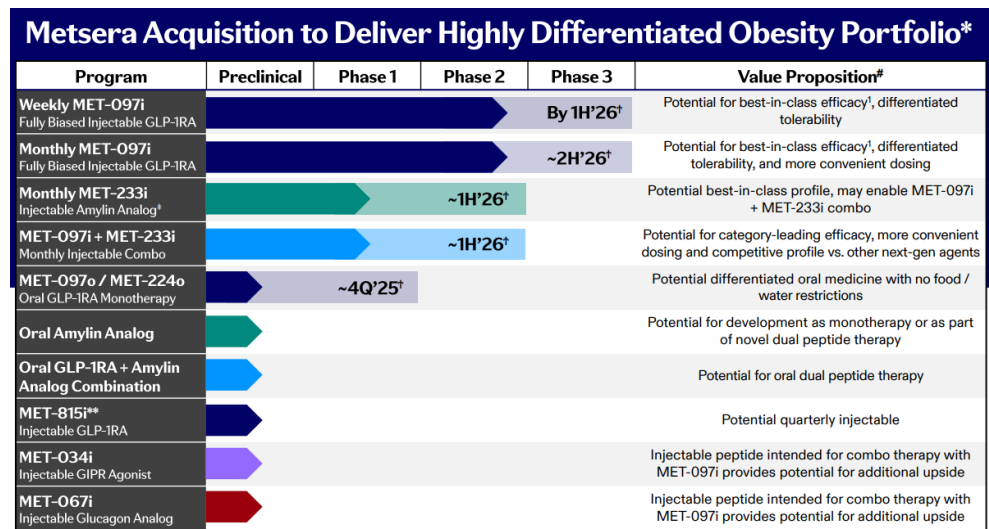
자료: Researchgate, 교보증권 리서치센터

경구용 펩타이드의 경우, 다중 작용제를 적용할 수 있어 그 효능면에서 극대화 가능하다는 장점이 존재하지만 저분자화합물 대비 생산 비용이 높고 복용 편의도가 낮다. 현재 경구 세마글루타이드의 경우 최대 120ml의 물과 함께 섭취해야 하며, 복용 후 30분이 지난 뒤 첫 식사가 가능하다. 세마글루타이드는 펩타이드 기반으로 경구 투여 시 정상 흡수율이 거의 0%에 달한다. 따라서 SNAC 플랫폼을 붙여 경구화를 진행했다. SNAC은 위 국소 pH 상승시킴에 따라 분해를 줄이고, 위 상피 세포 사이 결합을 일시적으로 느슨하게 만든다. 따라서 식사와 함께 복용 시 AUC가 최대 80~90% 감소하며, 120ml 이상의 물을 섭취 시 위 점막 표면에 높은 농도로 붙어있기 힘들어진다.

결론적으로, 투약 편의성을 극대화하기 위해 경구화를 진행하고 있는만큼, 경구용 펩타이드의 다중 작용제 적용 가능하다는 장점은 낮은 경제성 및 복용 편의성에 의해 크게 희석된다. 결국 상업화 시 현재의 상황에서는 Orfoglipron이 경구용 시장 내 더 높은 경쟁력을 보유할 것으로 추정된다.

다만 디앤디파마텍이 보유하고 있는 ORALINK의 경우 1) 소장 흡수 기전에 따라 음식/물 제한이 없어 편의성이 높으며, 2) 높은 경구흡수율 및 체내지속성으로 인해 원가 경쟁력이 높다. 현재 멧세라 파이프라인 중 디앤디파마텍의 ORALINK 기술이 사용된 파이프라인은 MET002o, MET-224o, MET-097o이다. 멧세라는 최근 14조원 규모로 화이자에 인수되며, 해당 파이프라인 포함 전체 자산이 인수되었다. 화이자도 저분자화합물 Danuglipron을 간독성 부작용으로 임상 중단한 케이스가 있어 현재 공백의 경구용 비만치료제 개발에 대한 높은 의지가 예상된다. 해당 파이프라인들은 2025년 연말 1상 종료 예정이었으며, 해당 결과에 대한 발표는 2026년 상반기 내 진행될 가능성도 존재한다고 판단한다.

[도표 70] Metsera 보유 파이프라인



자료: Researchgate, 교보증권 리서치센터

3. MASH 한 발 남았다

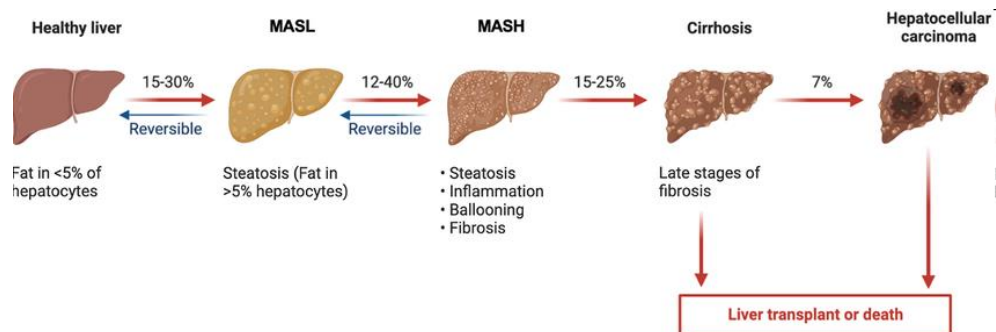
디앤디파마텍은 MASH 치료제 DD01을 개발 중이다. MASH란 비알콜성 지방간염으로, 알코올 섭취가 적거나 없는 사람에게 지방간이 발생하는 질병을 의미한다. 정상 간은 간세포 내에 지방이 거의 없는 상태다. 들어오는 지방과 당을 에너지로 쓰거나, 잘 분해한다. 다만 간에 지방이 5% 이상 쌓일 경우 이를 MASLD(지방간)라고 한다. 이는 간세포 내에 중성지방이 저장되어 있으나, 염증 및 간세포의 손상이 없는 상태다.

MASLD(지방간)에서 MASH(지방간염)으로 변하는 이유는, 간이 지방의 저장 한계를 넘으면 중성지방이 독성 지방으로 변하기 때문이다. 이 독성 지방은 간세포를 손상시키며, 염증을 발생시킨다. 이 시기부터는 염증성 간질환을 의미한다.

MASH는 섬유화의 단계에 따라 F0~F4 단계로 구분된다. 섬유화란 염증이 반복될 경우 간 성상세포가 활성화 되어 콜라겐, 섬유 조직을 생성에 흉터를 쌓는 과정에서 발생하는 흉터를 의미한다. 이는 염증에 대한 보호 반응이나 섬유화가 쌓일 경우 간이 딱딱해지며 구조를 망가뜨린다.

F0 단계는 섬유화가 없는 단계로, 간의 구조는 정상인 상황이다. F1은 초기 섬유화를 의미하며, 염증이 반복되어 국소적인 흉터가 시작되는 것을 의미한다. 따라서 특정 부위에 얇은 흉터가 발생하나 전체 구조는 유지된다. F2는 중등도 섬유화로, 염증이 지속되어 흉터가 넓어지고 혈류 흐름의 일부가 방해되는 간 상태를 의미한다. F3는 진행 섬유화로, 흉터가 서로 연결되어 간의 구조가 붕괴되며, 쉽게 피곤해지거나 대사 기능이 저하되는 증상이 발생한다. F4는 간경변으로 흉터가 간 전체를 재구성해 간이 딱딱해진다. 복수, 황달, 출혈, 간성뇌증 등의 증상이 발생하며 간암의 위험이 급증하는 것을 의미한다.

[도표 71] MASH의 단계



자료: Researchgate, 교보증권 리서치센터

MASH 치료제 시장은 2034년 약 92.5억 달러로 전망되는 거대 시장이다. 다만 발병 원인이 다층적이며, 환자별 발병 방식이 달라 치료제 개발이 어려웠다. MASH의 경우 대사 스트레스 (인슐린 저항성, 내장 지방), 지방 독성, 산화 스트레스, 면역/염증 반응 및 섬유화 반응의 복합 요인으로 발생한다. 또한 환자별 대사, 염증 등 핵심 요인이 상이해 단일 기전의 약은 반응자 비율이 낮은 경우가 많다.

현재 MASH 치료제로서 승인 허가를 획득하기 위해서는 반드시 섬유화 악화 없는 MASH의 해소 또는 MASH 악화 없는 섬유화 개선 지표를 입증해야 한다. MASH의 해소는 염증성 질환이 꺼짐에 따라 질환 활동성이 악화되며 염증의 개선이 입증되어야 하며, 섬유화 개선의 경우 흉터가 줄어들에 따라 섬유화 변화가 1단계 이상 감소가 필요하다.

MASH 해소 및 섬유화 개선 모두 조직생감을 통해서만 확정 판단이 되고 있다. MASH resolution이란, 간 조직에서 1) 지방 축적, 2) 소엽 염증, 3) 간세포 풍선변성 중 염증, 손상 요소가 사라지는 것을 의미한다. 간세포 풍선 변성은 MRI, CT 등으로 직접 측정이 불가하며, 소엽 염증의 경우 세포 분포를 영상으로 구분하기 불가하다.

현재 MASH 치료제로 개발되는 주요 기전은 1) GLP-1 단일 기전 또는 GLP-1/GCG, 2) FGF-21, 3) THR-B 이 존재한다. 상용화된 약물은 24년 3월 THR-B 기전의 약물인 Madrigal의 Resmetirom 및 2025년 8월 승인된 GLP-1 계열의 Novo Nordisk의 Semaglutide다. GLP-1 계열 약물의 MASH 승인 및 임상 데이터 확인 이후 빅파마들의 MASH 전쟁이 시작되었다고 해도 과언이 아니다. GLP-1의 경우 지방간 감소의 효과는 이미 훌륭하다. 대사 개선을 통해 간 내의 지방을 감소시키는 데에 특화되어 있다. 다만, 섬유화의 경우 간에 직접 타격을 해야 효과가 발생한다. 또한 임상 현장에서 가장 중요한 가치는 ‘섬유화 개선’이다. 지방간이 줄어도 섬유화 감소가 진행되지 않거나, 효과 지속이 약하면 상업적으로 표준 치료제가 되기 어렵다. 따라서 최근의 MASH 딜은 간 내 염증 및 섬유화를 직접 건드리는 약물들에 집중되었다.

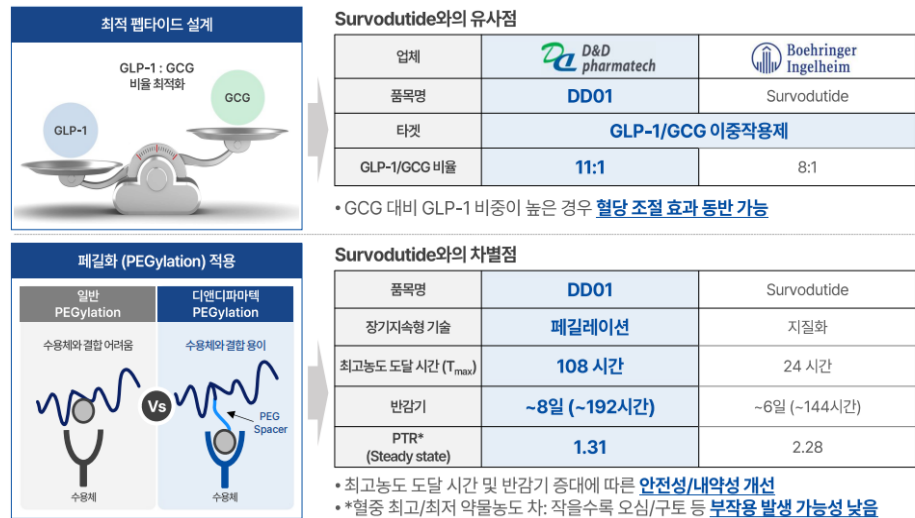
[도표 72] MASH 시장 M&A 및 L/O 딜 정리

날짜	인수자	피인수자	물질명	기전	임상 단계	총 계약규모 (백만달러)	비고
2025.02	Eli Lilly	Olix	OLX-702A	MARC1 si RNA	P1	630	L/O 계약
2025.05	GSK	Boston Pharmaceuticals	Efimosfermin	FGF21	P2 완료	2000	M&A 계약
2025.07	Madrigal	CSPC	SYH2086	GLP-1	전임상	120	L/O 계약
2025.09	Roche	89 Bio	Pegozafermin	FGF21	P3	3500	M&A 계약
2025.10	Novo Nordisk	Akero Therapeutics	Efruxifermin	FGF21	P3	5200	M&A 계약
2026.01	Madrigal	Pfizer	Ervogastat	DGAT2	P2	비공개	L/O 계약

자료: 교보증권 리서치센터 정리

디앤디파마텍의 DD01은 GLP-1/GCG를 동시 타겟하는 MASH 치료 후보물질이다. 현재 임상 2상을 진행 중이다. 페길레이션을 결합해 최고 농도 도달 시간 및 반감기를 증대시켰다. GLP-1 계열 약물에서 흔하게 발생하는 위장관 부작용을, 반복투여 시 약물 농도 차이를 줄이며 해당 부작용 발생 가능성을 낮춘 약물이다.

[도표 73] DD01 약물 특징



자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

[도표 74] MASH 치료제 글로벌 개발 현황

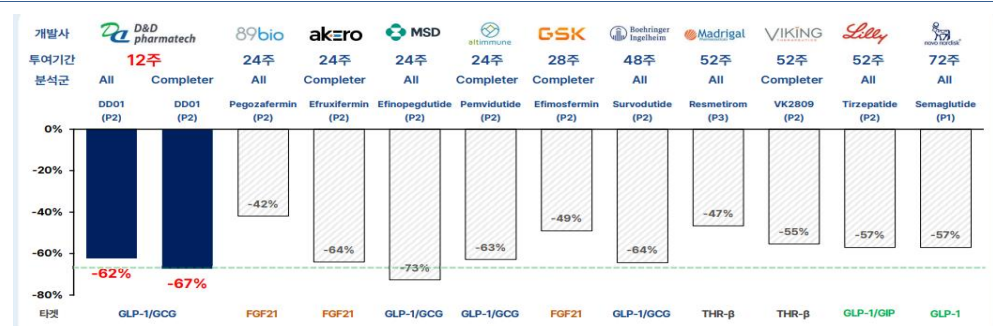
제품명	DD01	Survodutide	Pemvidutide	Efinopegdutide	Tirzepatide	Semaglutide	Resmetirom	VK2809
기업명	디앤디파마텍	베링거 인겔하임	알티문	MSD	일라이 릴리	노보 노디스크	마드리갈	바이킹
타겟	GLP-1/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/GIP	GLP-1	THR-B	THR-B
투여주기	주 1 회 (SC)	주 1 회 (SC)	주 1 회 (SC)	주 1 회 (SC)	주 1 회 (SC)	주 1 회 (SC)	1 일 1 회 (경구)	1 일 1 회 (경구)
임상 대상	MASLD /MASH	MASH	MASH	MASLD	MASH	MASH	MASH	MASH
임상기간	12 주	48 주	24 주	24 주	52 주	72 주	52 주	52 주
지방간 감소	-62.30%	-64.30%	-62.80%	-72.70%	-57%	-57%	-46.60%	-55.30%
지방간 30% 이상 감소 환자 비율	75.80%	76.90%	83.50%	81.90%	N/A	73.50%	N/A	87.80%
섬유화 악화 없는 MASH 해소	TBC	47.70%	33%	N/A	52.60%	28.70%	20.20%	45.70%
MASH 악화 없는 섬유화 개선	N/A	36.60%	8.60%	N/A	21.30%	14.40%	11.70%	22.70%

자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

현재 DD01은 48주 임상으로 디자인되어 2026년 1월 초 전체 환자의 48주 투약을 완료했다. 2상 최종 결과는 2026년 5월 중 발표될 예정이다. MASH 및 MASLD 환자 67명을 대상으로 DD01의 유효성 평가를 진행 중이다. 주요 평가지표는 조직생검을 통한 48주차 DD01 치료 효과로, MASH 해소 및 섬유화 개선 지표를 평가 중이다. 최종 Endpoint 공개 전 12주 및 24주 중간 결과를 발표했다.

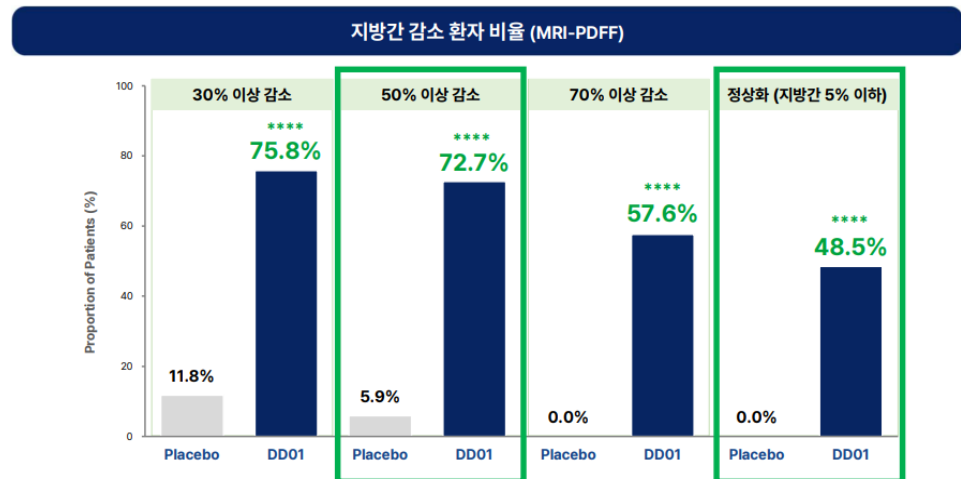
12주차 데이터는 MRI-PDFF를 활용해 지방간 감소율 데이터를 발표했다. 지방간 감소율 데이터는 MASH Resolution 예측에 도움이 되는 지표다. 평균 지방간 감소율은 Completer 대상 67%로 위약군 8.3% 대비 크게 개선되는 결과가 확인됐다. 12주차 결과 값임을 고려 시 경쟁 약물 대비 경쟁력 있는 유효성을 확인했다고 판단한다.

[도표 75] 평균 지방간 감소를 비교



자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

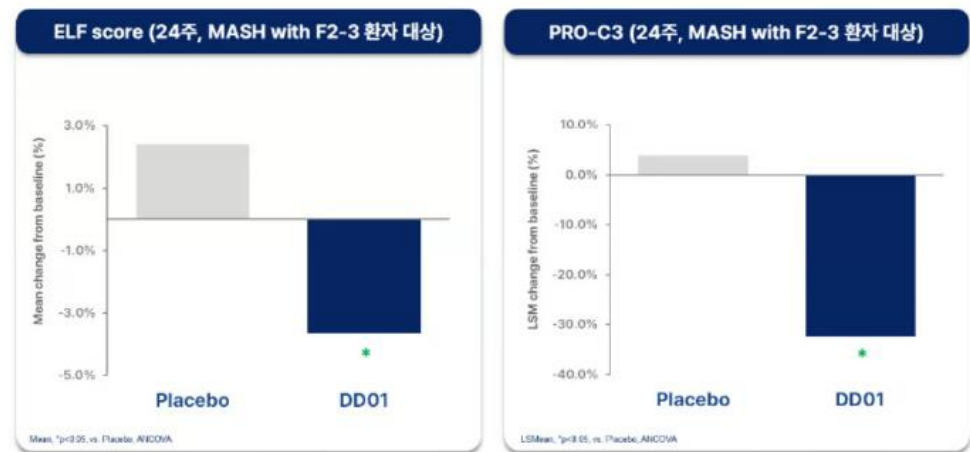
[도표 76] 지방간 감소 환자 비율 (MRI-PDFF)



자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

섬유화 개선을 예측할 수 있는 바이오마커인 MRE, ELF Score, PRO-C3의 24주 데이터 또한 발표했다. MRE(Magnetic Resonance Elastography)는 간의 딱딱함(kPa)을 측정하는 지표로, MRI 및 저주파 진동을 통해 이를 측정한다. 전파 속도로 Stiffness를 계산하며, 섬유화 진행 및 개선 방향성 판단에 가장 좋다. ELF Score(Enhanced Liver Fibrosis)는 혈액검사 기반 섬유화 Composite score로, 섬유화의 측정량을 반영한다. 변화가 느려, 장기 지표로 사용된다. PRO-CS는 Type3 Collagen formation maker를 의미하며, 현재 섬유가 만들어지고 있는지를 보는 지표다. 섬유화 활성도가 반영되기에 해당 바이오마커가 감소할수록 섬유 생성이 꺼지고 있다는 의미다. 24주차 섬유화 데이터는 PRO-CS의 P-value 미달성이 있었으나, F2~F3 환자군은 ELF Score 및 PRO-C3 모두 통계적으로 유의미한 개선이 존재했다. 섬유화 개선의 경우 시간이 필요한 지표로 48주차 최종 데이터 내 Biopsy 결과를 주목할 필요가 존재한다.

[도표 77] 24 주차 섬유화 관련 바이오마커 데이터



자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

[디앤디파마텍 347850]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19	11	15	21	28
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	19	11	15	21	28
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	32	36	47	61	81
영업이익	-13	-25	-31	-41	-53
영업이익률 (%)	-72.2	-218.7	-204.0	-194.8	-189.0
EBITDA	-9	-19	-27	-37	-50
EBITDA Margin (%)	-48.5	-170.4	-173.6	-175.5	-176.6
영업외손익	18	-5	-1	0	2
관계기업손익	-2	2	5	5	5
금융수익	1	2	3	5	7
금융비용	-2	-1	-1	-2	-2
기타	20	-8	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	4	-30	-33	-40	-51
법인세비용	1	-1	-1	-1	-1
계속사업순이익	3	-29	-32	-39	-49
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-29	-32	-39	-49
당기순이익률 (%)	18.3	-257.8	-205.6	-187.3	-174.9
비지배자분순이익	-1	-1	-1	-1	-1
지배자분순이익	4	-29	-31	-38	-48
지배순이익률 (%)	21.1	-250.3	-199.6	-181.8	-169.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	5	5	5	5
포괄순이익	5	-24	-27	-34	-44
비지배자분포괄이익	-1	-1	-1	-1	-2
지배자분포괄이익	5	-24	-26	-33	-43

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-9	-22	-25	-33	-45
당기순이익	0	0	-32	-39	-49
비현금항목의 가감	-9	13	7	5	2
감가상각비	1	2	2	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	2	-4	-5	-5	-5
기타	-12	15	11	9	6
자산부채의 증감	-3	-5	-3	-3	-3
기타현금흐름	3	-30	2	4	6
투자활동 현금흐름	0	-1	-1	-1	-1
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	0	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-1	36	17	3	5
단기차입금	0	0	0	3	5
사채	1	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	36	16	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-2	0	0	0	0
현금의 증감	-10	14	17	50	67
기초 현금	0	16	30	47	96
기말 현금	-10	30	47	96	163
NOPLAT	-10	-24	-31	-39	-52
FCF	-8	-25	-28	-38	-52

자료: 디앤디파마텍, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	20	40	57	108	177
현금및현금성자산	16	30	47	96	163
매출채권 및 기타채권	1	5	6	8	10
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	4	4	4	4
비유동자산	60	58	58	60	62
유형자산	6	8	6	5	4
관계기업투자금	11	14	20	25	30
기타금융자산	1	1	1	1	1
기타비유동자산	42	35	32	29	27
자산총계	79	97	116	168	238
유동부채	7	11	8	12	18
매입채무 및 기타채무	3	7	3	3	3
차입금	2	2	2	5	10
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	3	3	4	4
비유동부채	16	17	12	16	26
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	17	12	16	26
부채총계	24	28	21	28	44
지배자분	47	70	96	141	196
자본금	5	5	22	22	22
자본잉여금	298	337	337	337	337
이익잉여금	-290	-309	-300	-255	-200
기타자본변동	18	17	17	17	17
비지배자분	9	-1	-1	-1	-2
자본총계	55	70	95	140	194
총차입금	7	8	8	11	16

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	441	-2,822	-716	-871	-1,097
PER	0.0	-17.2	-128.3	-105.1	-83.4
BPS	5,017	6,634	2,204	3,238	4,501
PBR	0.0	7.3	41.6	28.3	20.3
EBITDAPS	-989	-1,922	-623	-840	-1,141
EV/EBITDA	0.0	-25.2	-147.6	-106.5	-77.2
SPS	524	282	359	479	646
PSR	0.0	172.4	256.0	191.1	141.6
CFPS	-926	-2,426	-661	-880	-1,184
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	2,959.0	-38.8	35.0	35.0	35.0
영업이익 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
순이익 증가율	흑전	적전	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	-22.1	-52.9	-69.3	-92.6	-127.6
ROA	4.6	-32.4	-28.9	-26.7	-23.5
ROE	14.0	-49.0	-37.1	-32.0	-28.4
안정성					
부채비율	43.4	40.1	21.7	20.2	22.6
순차입금비율	8.4	8.2	7.0	6.6	6.8
이자보상배율	-9.5	-40.7	-51.2	-48.1	-43.3

에이프릴바이오 397030

리스크보다 논리가 많은 구간

Jan 20, 2026

Not Rated

신규

A1과 R3 모두 데이터 발표될 상반기, 유효성 확인 시 리레이팅 가능

룬드벡에 기술이전한 APR-A1의 TED 1b상 최종 데이터 6월 공개 예정. 중간 데이터 분석 시 7회차 내원 이후 2mm 이상 안구돌출 개선이 확인, TSHR 자가항체의 유의미한 감소 또한 관찰. 현재 표준치료제 Tepezza 및 향후 승인될 Veligrotug 모두 IGF-1R 저해제로 염증 감소에 최적화. 따라서 청각 손실의 부작용과 치료 중단 후 증상 재발현이 Unmet needs. A1의 경우 안구돌출 개선 Tepezza와 유사한 수준이어도 TSHR 자가항체 감소를 의미있게 나올 경우 Tepezza 불응 치료제로 승인 가능. 향후 다발성 경화증 등 적응증 확장도 기대되는 파이프라인

에보문에 기술이전한 APR-R3의 아토피피부염 2상 데이터 1Q26 발표 예정. 아토피피부염의 경우 명확한 표준치료제 존재하나, 치료 목적이 다양해 신규 물질들의 성장으로 시장 확장 기대되는 적응증. IL-18 타깃은 기존 표준이었던 Type2 염증 외 타 염증 치료 효과 존재. OX40L을 타깃하는 Sanofi의 Amltelimab과 유사하게, 투약 중단 후에도 반응이 지속되는 유지력 입증 시 Dupixent 치료 후 2차 치료제로 사용 가능

Company Data

현재가(01/19)	48,050 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	57,300 원
52 주 최저가(보통주)	12,000 원
KOSPI (01/19)	4,904.66p
KOSDAQ (01/19)	968.36p
자본금	224 억원
시가총액	11,152 억원
발행주식수(보통주)	2,321 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	91.0 만주
평균거래대금(60 일)	459 억원
외국인지분(보통주)	5.31%
주요주주	
차상훈 외 2 인	19.57%
에스엠시노기술투자 외 7 인	6.61%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.2	108.9	207.6
상대주가	-10.4	77.1	130.2

투자의견 매수 및 목표주가 원으로 커버리지 개시

2026년은 에이프릴바이오의 첫 환자 대상 임상 결과를 통해 유효성을 입증할 해. A1 및 R3 모두 자가면역질환의 근본적인 자가항체를 감소시킬 수 있는 기전으로, 현재 사용되는 표준 치료제 사용 후 2차 치료제로서 진입 가능성을 입증 가능. 따라서 기존 표준 치료제와 유사한 수준의 1차 평가지표를 달성하더라도 투약 중단 후에도 반응이 지속되는 유지력을 입증하는 것이 중요. 또한 메인 플랫폼 SAFA를 멀티타깃으로 확대시킨 REMAP으로 확장시키는 전략 사용. 2H26 Bio USA에서 해당 플랫폼의 PoC 입증 결과에도 주목 권고

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	0	28	26	29	14
YoY(%)	-100.0	NA	-5.0	10.0	-50.0
영업이익(십억원)	-13	17	16	18	9
OP 마진(%)	0.0	60.7	61.5	62.1	64.3
순이익(십억원)	-14	20	-19	-17	-27
EPS(원)	-662	913	-832	-742	-1,145
YoY(%)	적지	흑전	적전	적지	적지
PER(배)	-25.5	17.7	-66.0	-64.8	-42.0
PCR(배)	-30.6	17.8	66.2	54.5	98.8
PBR(배)	6.3	4.0	9.0	8.4	9.3
EV/EBITDA(배)	-23.9	15.5	67.6	53.0	106.8
ROE(%)	-22.3	26.9	-16.2	-12.5	-21.0

1. 회사 개요

알부민 바인더 융합 플랫폼 SAFA 기반의 신약 개발 기업

에이프릴바이오는 2013년 설립, 2022년 상장한 바이오 플랫폼 기업이다. 알부민 바인더 융합 플랫폼 SAFA를 기반으로 신약을 개발하고 있다. 현재 APB-A1, APB-R3에 대한 기술이전을 완료했으며 자가면역질환 위주의 파이프라인을 보유하고 있다.

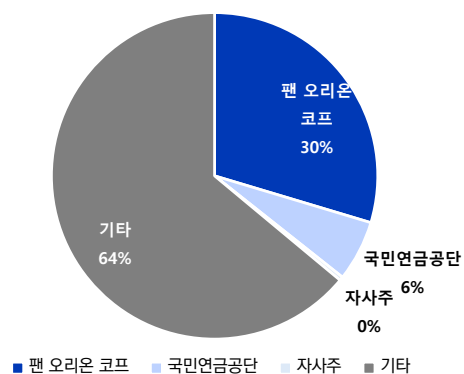
SAFA는 알부민 바인더 융합 기술이다. 약물의 효능을 증대하고 반감기를 증가시키는 기술로 항체의 Fc 부분 제거 후 Fab에 SAFA를 결합하는 방식이다. 알부민의 반감기를 활용해 체내에서 체류함에 따라 반감기를 증대하고, 체내 안전성을 증가시킬 수 있다.

에이프릴바이오는 총 두 건의 기술이전을 진행했다. 2021년 10월 룬드벡에 4억 5천만달러 규모로 APB-A1에 대한 기술이전을 진행했다. 현재 TED 및 MS 적응증에 대한 개발 계획을 보유하고 있다. TED 임상은 2025년 11월 1b상 중간 결과 발표를 진행했으며 2026년 6월 1b상 최종 결과 발표 및 2상 진입을 앞두고 있다. 현재 개발 계획 외 기타 자가면역질환에 대한 적응증 확장도 기대된다.

APB-R3은 IL-18을 중화시키는 IL-18BP 융합단백질로 면역반응을 낮춰 염증성 질환 치료를 진행하는 물질이다. 자체 임상 1상 진행 후 CSR을 발표했고, 이후 2024년 6월 미국 염증질환 치료 전문 개발 기업인 에보문에 계약 규모 6,600억원에 기술 수출을 진행했다. APB-R3은 현재 중증도 아토피 환자를 대상으로 임상 2상이 종료되어, 1Q26 내 유효성 데이터를 발표 예정에 있다. 이후 중증도 및 중증 궤양성 대장염 임상 2상을 2026년 연내 개시할 예정이다. 궤양성 대장염 임상 종료 후 향후 크론병 및 추가 적응증 확장에 대한 계획을 보유하고 있다.

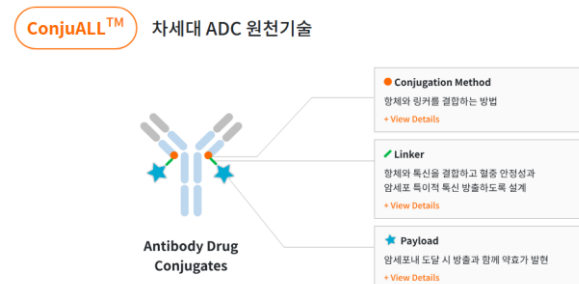
에이프릴바이오는 메인 플랫폼 SAFA를 REMAP으로의 진화 단계를 밟고 있다. 기존 메인 파이프라인들은 싱글 타깃 중심이었으나, 4개 타깃까지 적용 가능한 멀티타깃으로 확대되고 있다. 2H26 Bio USA에서 해당 플랫폼의 PoC 발표가 예정되어 있다. 현재 자가면역질환 위주의 적응증에서 항암 시장으로 확대하고자 하고 있다.

[도표 78] 에이프릴바이오 주주 구성



자료: 리가캠바이오, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 에이프릴바이오 'SAFA' 플랫폼



자료: 리가캠바이오, 교보증권 리서치센터

2. APB-A1; CD40 L 타깃 자가면역질환 치료제

1) TED로 유효성 입증의 첫 단추 꿰기

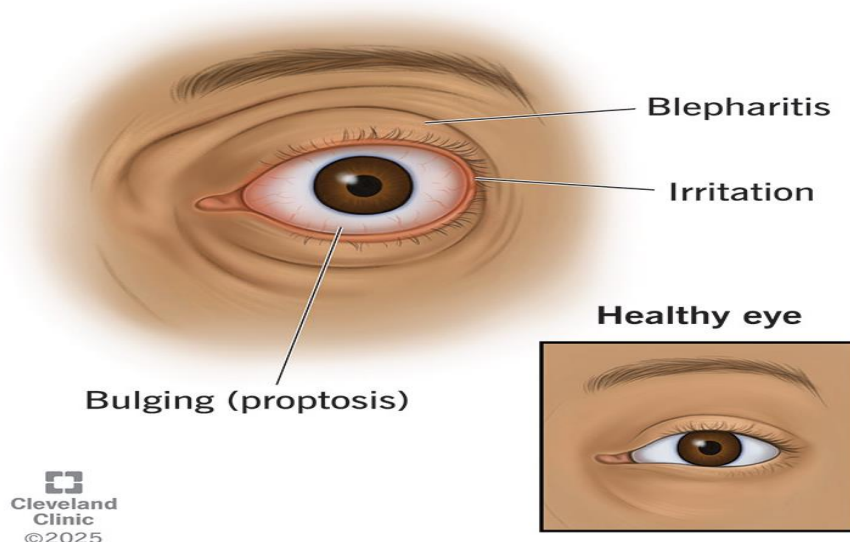
TED(갑상선 안병증)는 자가항체가 눈 주위의 근육과 지방 조직을 공격하는 자가면역질환이다. 안구 돌출이 가장 주요한 증상이다. TED의 발병 기전은 명확하게 밝혀지지는 않았으나, 갑상선자극호르몬 수용체 (TSH-R)와 인슐린유사성장인자-1 수용체 (IGF-1R)의 면역 내성이 감소 및 IGF-1R의 과활성이 주 기전으로 파악되고 있다. 따라서 현재 해당 적응증 내 승인받은 약물인 테페자는 IGF-1R을 표적으로 개발되어 해당 수용체의 신호 경로를 차단하는 기전을 사용 중이다.

테페자는 2020년 FDA 승인이 획득 후 2025년 기준 약 20억 달러의 매출을 기록했다. TED 적응증 내 유일하게 FDA 승인을 획득한 약물이다. 다만 장기추적 연구결과 확인 시 초기 반응을 보인 환자 (84%) 중 투약 시작 2년 후 약 33%의 환자만이 재발 없이 지속적 반응이 유지되었으며, 최소 4회 이상 테페자를 투약한 환자 26명 중 65%가 청력소실 관련 증상이 나타나며 부작용에 대한 우려가 부각되고 있다. 미국에서만 약 20만명의 환자가 중등도~중증의 TED를 앓고 있으나 승인된 약물이 제한적임에 따라 여러 한계에도 높은 매출을 기록 중인 것으로 파악된다.

현재 TED 적응증 내 상업화 단계에 가장 가까운 약물은 Virdian Therapeutics의 Veligrotug다. 3상 완료 후 2025년 10월 BLA 신청을 완료했다. 2025년 12월에는 신속심사 대상으로 지정되어 2026년 6월 30일이 PDUFA 예정일이다.

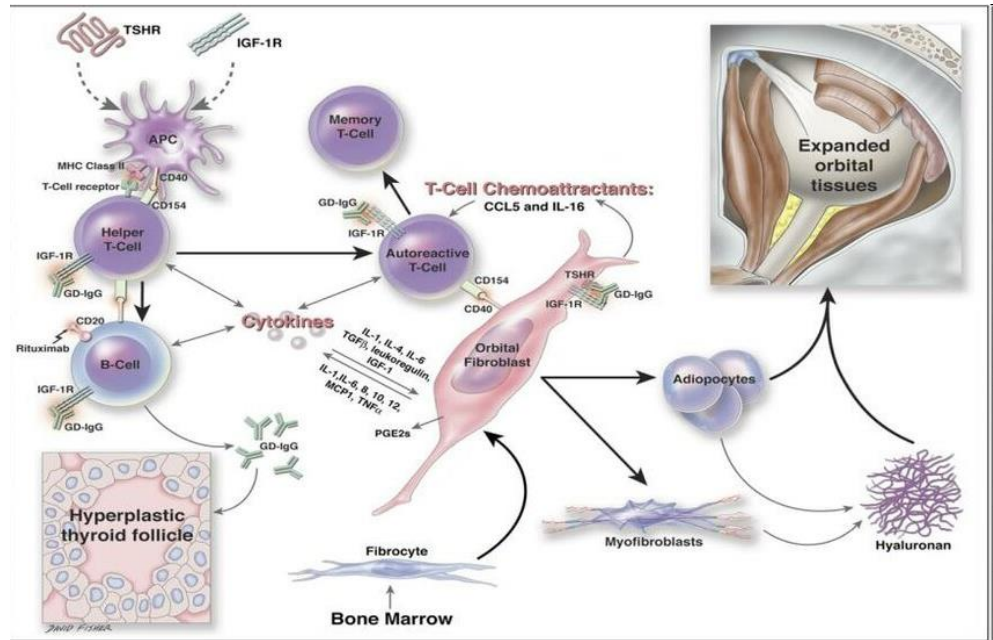
[도표 80] 갑상선안병증 (Thyroid eye disease)

Thyroid eye disease (Graves' eye disease)



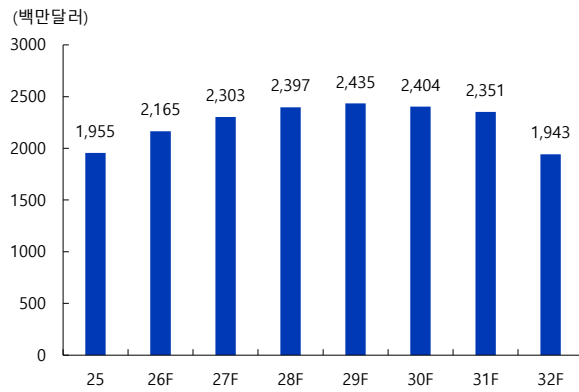
자료: ResearchGate, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 갑상선인병증 (Thyroid eye disease) 발생 기전



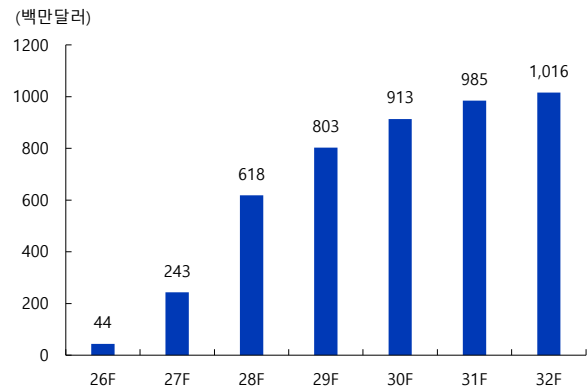
자료: ResearchGate, 교보증권 리서치센터

[도표 82] Amgen 'Tepezza' 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

[도표 83] Virdian Therapeutics 'Veligrotug' 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

TED 시장의 메인 타깃, IGF-1R은 왜 불안정한가?

현재 승인 허가 받은 약물인 테페자, 그리고 내년 하반기 승인 허가 예정인 Veligrotug까지 현재 TED 시장 내 메인 타깃은 IGF-1R 억제제다. 다만, 해당 타깃은 청각 손실이라는 강한 부작용이 존재하며, 투약 종료 후 안구 돌출이 재진행되는 것 뿐 아니라 염증의 활동성 지표가 크게 올라간다는 데에 한계 점이 존재한다.

1) 청각 손실의 강한 부작용

테페자의 임상 3상인 OPTIC에서는 고혈당, 근육경련, 청각 이상의 전신 AE가 발생했으나 대부분 부작용 이슈가 크지는 않았으며 시판 후 데이터에서 청각 이상에 대한 부작용 이슈가 증대되었다. 2020년 출시 후 2023년 7월 라벨 경고가 강화되었다.

정확한 부작용의 원인은 알기 힘들어 청력 이상을 야기하는 요인에는 여러 가설이 존재한다. 테페자는 IGF-1R을 억제하는 기전이나 해당 신호는 내이 기능 보호에 관여하고 있어 수용체의 억제가 청각 기능 저하로 이어질 수 있다는 개연성이 존재한다.

[도표 84] 테페자 라벨 내 청각 손실 부작용 명시

Tepezza Permanent Hearing Loss Warning

5.4 Hearing Impairment Including Hearing Loss

TEPEZZA may cause severe hearing impairment including hearing loss, which in some cases may be permanent. Assess patients' hearing before, during, and after treatment with TEPEZZA and consider the benefit-risk of treatment with patients.

6 ADVERSE REACTIONS

The following clinically significant adverse reactions are described elsewhere in the labeling:

- Infusion Reactions [see [Warnings and Precautions \(5.1\)](#)]
- Exacerbation of Preexisting Inflammatory Bowel Disease [see [Warnings and Precautions \(5.2\)](#)]
- Hyperglycemia [see [Warnings and Precautions \(5.3\)](#)]
- Hearing Impairment Including Hearing Loss [see [Warnings and Precautions \(5.4\)](#)]

자료: Amgen, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 테페자 투약 관련 이상 반응 연구 정리

이과적 증상 발생률	81.5% (27 명 중 22 명)
증상 발생 시점	평균 3.8 회 투여 후 (SD 1.8)
주요 이과적 증상	이명, 귀 먹먹함/이충만감, 자청, 주관적 청력 저하
증상별 회복률 (마지막 투여 후 평균 39.2 주 추적)	이명 100%, 이충만감 90.9%, 자청 83.3%
청력 저하 회복률	45.5% (5/11)
객관적 청력 손상 (SNHL)	83.3% (5/6)
통계적 유의성	P = 0.008

자료: Am J Ophthalmol., 교보증권 리서치센터, 주: DOI: 10.1016/j.ajo.2022.02.015

2) 질환 활동성의 재발성

테페자 승인 후 이뤄진 후속 연구에서는, 테페자 투약 후 환자들의 Proportosis regression (안구돌출 재발성)이 진행되는 것이 일부 확인되었다. 다만 증상의 재발 뿐 아니라 염증/활동성 지표가 다시 올라가는 모습이 동반된 점에 더 주목해야 한다. Tepezza는 IGF-1R을 차단해 안와섬유아세포와 관련된 염증 증폭 경로를 강하게 제한한다. 따라서 안구돌출과 같은 증상이 크게 개선될 수는 있으나, TED의 근본 드라이버인 TSHR 자가항체는 환자마다의 지속 기간에 차이가 존재하며, IGF-1R 억제제는 해당 자가면역 활성을 완전히 제거하기는 어려운 기전이다.

[도표 86] IGF-1R 억제제 기전

자료: MDPI, 교보증권 리서치센터

[도표 87] 테페자 투약 후 재활성화 직접 평가 논문

전체 환자 수	21
초기 반응 환자 수	17 (80.9%)
염증 재활성화	8 (47.1%)
염증 재활성화 부재, 안구 돌출만 회귀	2 (11.8%)
평균 회귀 기간	12.25

자료: Am J Ophthalmol 2024, 교보증권 리서치센터

이로 인해 치료 중에는 염증이 빠르게 잡힐 수는 있으나 치료 종료 후 약물 노출이 사라지고 자가면역 활성 인자가 남아있을 경우 염증 및 안구돌출이 재점화될 여지가 남아있다. 따라서 테페자의 근본적인 한계는 치료 중단 시 염증 지표의 재활성화 가능성이며, 이는 IGF-1R의 기전의 근본적인 약점으로 판단한다.

그럼에도 동일 기전인 IGF-1R 억제제 Veligrotug는 작년 12월 신속 허가 대상에 선정되었다. 이는 1) 테페자의 한계인 만성 TED 시장 타깃, 2) 단축된 투약 기간 대비 개선된 유효성에 있다고 판단한다.

Veligrotug의 THRIVE 임상은 Tepezza와 head-to-head 디자인이 아니었기에, OPTIC 3상 데이터와 간접적으로 비교했다. THRIVE 및 OPTIC 모두 Primary endpoint는 PRR(Proptosis response rate, 2mm 이상 안구 돌출 감소된 환자 비율) 이었다. OPTIC의 PRR은 24주 기준 83%였으며, THRIVE의 PRR을 15주 기준 70% 수준이었다.

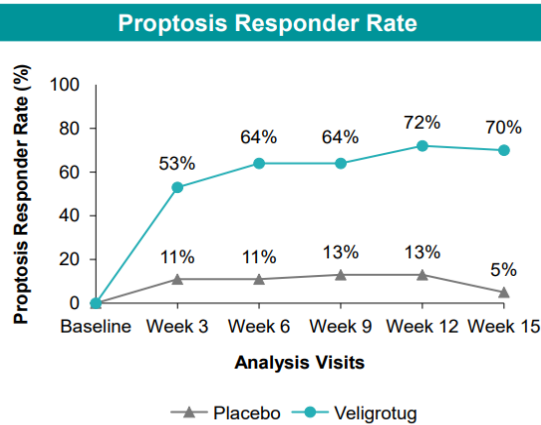
OPTIC은 24주 임상으로 플라시보 -0.54mm 대비 -2.83mm의 개선을 이뤄냈다. THRIVE는 15주 임상으로 플라시보 -0.48mm 대비 -2.89mm의 개선을 진행했다. 투약 기간의 감축 대비 의미 있는 유효성으로 테페자 대비 개선된 효능을 발표했다.

[도표 88] THRIVE 임상 디자인

임상 번호	NCT05176639
임상 내용	Veligrotug 의 활동성 TED 환자의 PK/PD 평가하는 MAD 연구
임상 단계	P3
환자 수	117 명
실험군	Veligrotug 10mg/kg IV, 3 주 간격 5 회 투여, 75 명
비교군	플라시보, 5 회 IV 투여, 8 명
주요 평가 지표	PRR (15 주차의 Baseline 대비 2mm 이상 감소 반응률)
보고 평가 지표	안구돌출 mm 변화

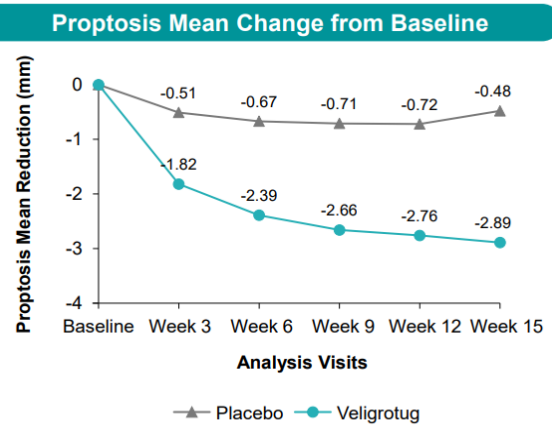
자료: Clinical trials, 교보증권 리서치센터

[도표 89] THRIVE 3 상 내 PRR 결과 (투약군 W15 70%)



자료: Virdian Therapeutics, 교보증권 리서치센터

[도표 90] THRIVE 3 상 내 안구돌출 감소값 (W15 -2.89mm)



자료: Virdian Therapeutics, 교보증권 리서치센터

[도표 91] Tepezza 및 Veligrotug 임상 3 상 유효성 비교

	OPTIC (Tepezza)		THRIVE (Veligrotug)	
	투약군	위약군	투약군	위약군
투약 기간	24W		15W	
PRR	83%		70%	
Baseline 대비 안구 돌출 감소율	2.83mm	0.54mm	2.89mm	0.48mm

자료: 교보증권 리서치센터 정리

APB-A11b 상 및 향후 임상 주목 포인트

따라서, 우리는 APB-A1의 6월 발표할 1b상 최종 데이터에서 유의미한 안구 돌출 개선 확인이 필요하다. 룬드벡은 3Q25 실적 발표에서 APB-A1의 1b상 중간 분석 시 7회차 내원 이후 2mm 이상 안구돌출 개선을 확인했으며, TSHR 자가항체의 유의미한 감소 또한 확인했다고 밝혔다.

CD-40L 타겟은 IGF-1R과 작용 방식이 다르다. CD-40L은 초반 자가 면역 활성을 누르는 기전이며, IGF-1R은 발생한 염증을 제한하는 기전이기에, PRR이라는 주요 평가 지표는 IGF-1R 대비 빠른 속도로 달성하기 어려울 수 있다. 다만 TSHR 자가항체의 활성 억제로 인해 활동성 염증의 재발현을 제한할 수 있다는 데에 강점을 보유하고 있다. 기존 메인 타겟 대비 TSHR 자가항체 활성을 억제 가능할 경우, Baseline 대비 안구 돌출 감소율은 기존 치료제와 유사한 수준이어도 충분하다고 판단한다.

기존 약물과 상이한 기전 사용 및 효능의 지속성으로 APB-A1의 타겟 시장의 최소 하방은 테페자 불응 및 치료 후 재활성화 환자 시장이다. Tepezza는 재활성의 비율이 굉장히 높은 약으로 불응 또는 재활성화 시 명백한 치료 옵션이 존재하지 않는 상황이다. 소수 환자 대상 테페자 투약 후 재활성화 비율을 연구한 논문에서는 Tepezza 투약 후 47%의 환자에서 재활성화 반응이 진행된다. (투약 후 평균 12.5개월 소요). 해당 시장은 2030년 기준 약 2조 2,420억원의 규모로 전망한다. (Tepezza 및 Veligrotug 2030년 매출 합산 기준 47% 가정)

기존 약물 대비 PRR 측면에서 유효성도 입증 시에는 테페자 시장의 대체도 가능하다. 향후 APB-A1의 2상 진입 시 확인해야 할 중요한 포인트는, 1) 기존 IGF-1R 약물이 보여줬던 구조적인 한계인 TSHR 자가항체를 잡은 모습의 확인, 2) 최소 Tepezza의 투약 기간인 24주 부근 내 Primary endpoint 달성, 3) 만성 및 활성 환자군 분석 모두에서 유효성 달성이다.

CD-40L 타겟의 구조적 강점으로 해당 내용 달성 가능할 것으로 추정하며, 내용 확인 시 APB-A1의 Tepezza 불응 치료제로서 표준 치료제 등재도 가능하다고 판단한다.

2) 같은 타깃 경쟁사의 PoC 입증을 통해 점쳐보는 확장성

룬드벡은 TED(갑상성 안병증), MS(다발성 경화증)에 대한 개발 계획을 발표했다. 현재 동일 기전으로 자가면역질환 치료제를 개발 중인 대표적인 약물에는 Sanofi의 Frexalimab, Novartis의 Iscalimab, Amgen의 Dazodalibep, UCB의 Dapriolizumab 등이 있다. 자가면역질환은 일반적으로 비정상적인 면역 반응이 염증 및 세포 손상을 일으킬 때 발생하나, 개별 적응증별로 관여하는 면역세포 및 생성되는 자가항체가 상이해 개별 질환에 대한 PoC 입증이 중요하다. 따라서 CD40를 타깃하는 타 파이프라인들의 임상 결과 리뷰가 필수적이다.

Sanofi의 Frexalimab은 CD40L을 타깃하는 물질로 다발성 경화증을 적응증으로 임상 3상을 진행 중이다. 자가항체 생성 감소를 통해 질환의 엔진을 억제하는 방식이다. 다발성 경화증은 중추신경계에서 발생하는 염증 및 탈수초 현상에 의해 신경 손상이 나타나는 자가면역질환이다.

[도표 92] Frexalimab 이차진행형 다발성 경화증 임상 3상 디자인

임상 번호	NCT06141486
임상 내용	이차진행형 다발성 경화증 환자 대상 Frexalimab의 유효성 및 안정성 연구
환자 수	900
임상 단계	P3
임상 시작일	2023-12-27
임상 종료일	2026-12-26
주요 평가지표	cCDP
보조 평가 지표	CDI, SDMT

자료: Clinical Trials, 교보증권 리서치센터

[도표 93] Frexalimab 재발성 다발성 경화증 임상 3상 디자인

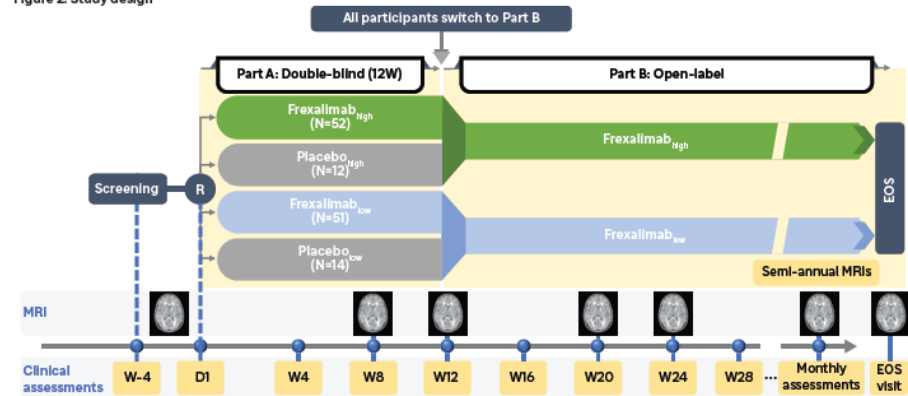
임상 번호	NCT06141473
임상 내용	재발성 다발성 경화증 환자 대상 Frexalimab의 유효성 및 안정성 연구
환자 수	1600
임상 단계	P3
임상 시작일	2023-12-13
임상 종료일	2027-05-06
주요 평가지표	ARR (Annualized relapse rate)
보조 평가 지표	Ccdw, SDMT, MSIS-29V2, EOS, Gd-T1

자료: Clinical Trials, 교보증권 리서치센터

Sanofi는 임상 2상 (NCT04879628)에서 Frexalimab은 129명을 대상으로 IV 제형(1,200mg) 및 SC 제형(300mg)의 투약군과 위약군에 대해 실험을 진행했다. 해당 임상의 결과 확인 시 고용량 Frexalimab 투약 시 신규 Gd+T1 병변 수는 89% 감소를, 저용량은 79%를 감소하며 1차 MRI Endpoint를 충족했다. Gd+T1 병변이란 다발성경화증에서 MRI로 측정하는 대표적인 활동성 염증 지표로 조영증강되는 활동성 염증 병변을 의미한다. 또한 누적된 병변을 의미하는 New T2 Lesions 또한 고용량 군에서 위약 대비 감소하는 모습을 보였다.

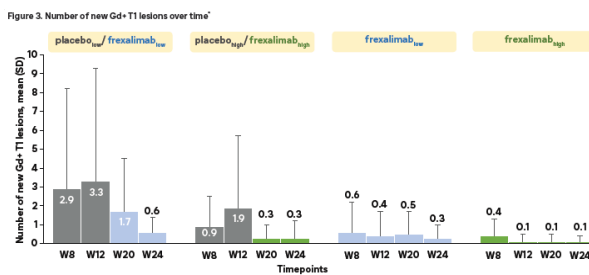
[도표 94] Sanofi Frexalimab 2상 Study design

Figure 2. Study design



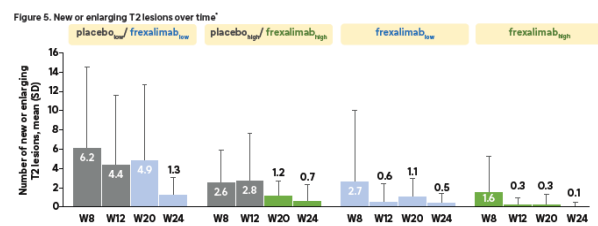
자료: Sanofi, 교보증권 리서치센터

[도표 95] Sanofi Frexalimab 2상 내 Gd+T1 병변 수 감소율



자료: Virdian Therapeutics, 교보증권 리서치센터

[도표 96] Sanofi Frexalimab 2상 내 새로운 T2 병변 수 감소



자료: Virdian Therapeutics, 교보증권 리서치센터

다발성경화증은 질병 활성의 상당 부분이 말초에서의 T세포 활성 및 B세포의 면역증폭으로 유지되는 만큼, 해당 상호 작용이 재발을 만드는 주된 회로 중 하나다. 따라서 B 세포를 제거하는 방식의 anti-CD20 기전이 기존 재발성 다발성경화증에서 의미 있었던 유효성을 입증해왔다. 다만 독성이 높으며 면역 저하, 감염 위험성의 부작용이 존재하는데 이는 B 세포를 제거하는 기전이기 때문이다. CD40L의 경우 B세포를 유지하며 T세포 및 B세포의 면역 상호 작용을 차단하는 기전으로 기존 치료제인 Ocrevus 및 Kesimpta 대비 안정성 면에서 개선이 가능할 것으로 판단한다.

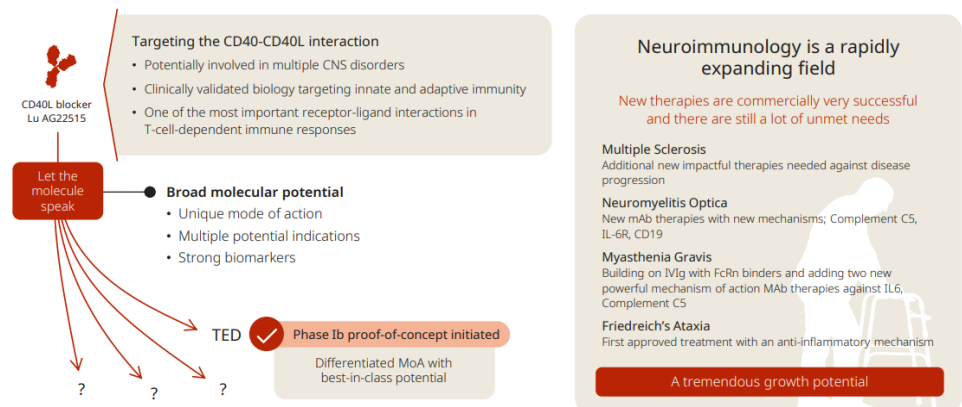
다발성경화증은 미국 시장 기준 약 25.5bn 달러로 추산되고 있다. 기존의 치료제인 Ocrevus 및 Ofatumumab 등은 CD20 저해제로 MRI 병변을 매우 우수하게 억제하고 있으나 B 세포를 없애는 방식으로 면역글로불린 감소의 부작용이 존재한다. MS는 평생 치료를 해야 하는 병으로 해당 약물 사용 시 면역 기능 보존에 이슈가 존재한다.

룬드벡은 CD40L 억제제를 통해 B세포 유지 및 면역 상호 작용 기전으로 안정성 면의 Unmet needs를 충족 가능할 것으로 판단하며, 향후 다발성 경화증으로의 적응증 확장을 밝힌 만큼 해당 임상 개시 및 효능 입증 시 추가적인 기업 가치 상승이 기대된다.

[도표 97] 룬드벡 APR-A1 적응증 확장 계획

Letting the molecule speak – CD40L blocker (Lu AG22515)

Tapping into well-described and clinically validated biology



자료: Sanofi, 교보증권 리서치센터

3. APB-R3; IL-18 저해 아토피 피부염 치료제

APB-R3은 IL-18을 중화시키는 IL-18BP 융합단백질로 면역반응을 낮춰 염증성 질환 치료를 진행하는 물질이다. 자체 임상 1상 진행 후 CSR을 발표했고, 이후 2024년 6월 미국 염증질환 치료 전문 개발 기업인 에보문에 계약 규모 6,600억원에 기술 수출을 진행했다.

에보문은 염증질환 치료 전문 개발사다. 아토피 질환 치료제 중 2032년 기준 매출 4위로 예상되는 Ebglyss의 개발 후 Eli Lilly에 11억 달러 규모로 매각했던 Luis Pena가 설립한 회사다.

APB-R3는 현재 중증도 아토피 환자를 대상으로 임상 2a상이 종료되어, 1Q26 내 유효성 데이터를 발표 예정에 있다. 이후 중등도 및 중증 궤양성 대장염 임상 2상을 2026년 연내 개시할 예정이다. 궤양성 대장염 임상 종료 후 향후 크론병 및 추가 적응증 확장에 대한 계획을 보유하고 있다.

[도표 98] 에보문 IPO 보고서 내 EVO301 개발 계획

Our second clinical-stage product candidate, EVO301, is a long-acting fusion protein consisting of an IL-18 binding protein ("BP") and an anti-serum albumin Fab-associated ("SAFA") domain. IL-18 is a pro-inflammatory cytokine of the IL-1 family that regulates various immune processes that drive inflammation and is a potent modulator of ongoing inflammation. The IL-18 pathway is believed to play a key role in the severity and progression of several large, highly prevalent chronic inflammatory disease populations with a significant number of uncontrolled patients, including AD and UC. The SAFA domain incorporated into EVO301 utilizes neonatal fragment crystallizable receptor ("FcRn")-mediated recycling of serum albumin to extend half-life. We believe EVO301's optimized approach to IL-18 binding and neutralization could enable significant advantages and differentiated clinical outcomes for patients, including with respect to efficacy, tissue distribution, dosing profile and reduced immunogenicity risk. In addition, EVO301's distinct mechanism and modality complement those of EVO756, providing us with multiple potential avenues to bring innovative therapeutics to the large, underserved and rapidly expanding population of patients suffering from chronic inflammatory diseases. We initiated a Phase 2 trial of EVO301 in adult patients with moderate-to-severe AD in March 2025 and expect to report initial results in the first half of 2026. Beyond AD, we plan to initiate a Phase 2 trial in moderate-to-severe UC patients in 2026. After completion of this UC trial, we may also intend to evaluate

111

EVO301 in Crohn's disease and other additional indications, for which regulating the IL-18 pathway may reduce pro-inflammatory mediators driving tissue damage and chronic inflammation. The figure below provides an overview of our current clinical pipeline:

자료: SEC.gov, 교보증권 리서치센터

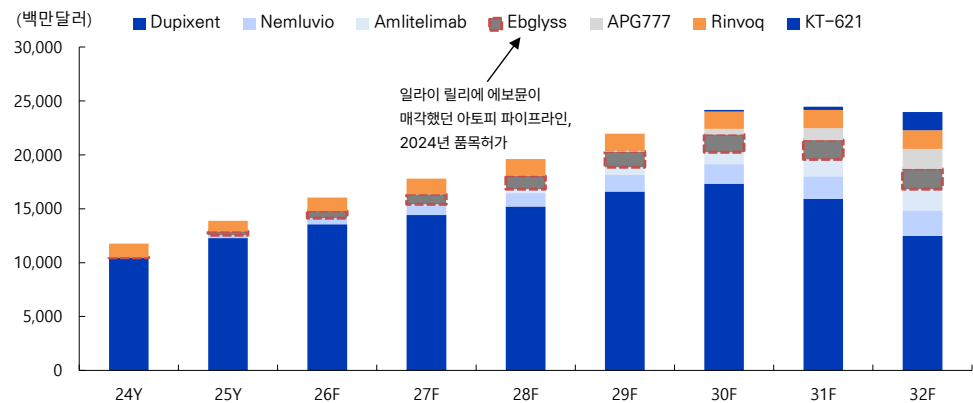
아토피피부염은 습진중증도평가지수(EASI)를 통해 경증을 구분한다. EASI 점수가 16 미만이면 경증, 이상일 경우 중등도 및 중증으로 분류된다. 전체 아토피 피부염 환자의 약 절반을 차지하는 중등도 및 중증 아토피피부염은 전신 치료를 진행한다. 단기간의 전신 스테로이드제 사용이 우선이나, 증상 조절이 어려울 경우 생물학적 제제를 사용한다.

[도표 99] 아토피피부염 치료제

약물명	회사명	기전
Dupixent	Sanofi	IL-4/IL-13
Nemluvio	Galderma	IL-31A
Amlitelimab	Sanofi	TNFRSF4
Ebglyss	Eli Lilly	IL-13
APG777	Apogee Therapeutics	IL-13 / IL-13
Rinvoq	Abbvie	JAK1
KT-621	Kymera Therapeutics	IL/STAT6
Adbry	LEO Pharma	IL-13
Rocatinlimab	Amgen	TNFRSF4 GKDCP
Ebglyss	Almirall	IL-13

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 100] 아토피 치료제별 매출 추이 및 전망

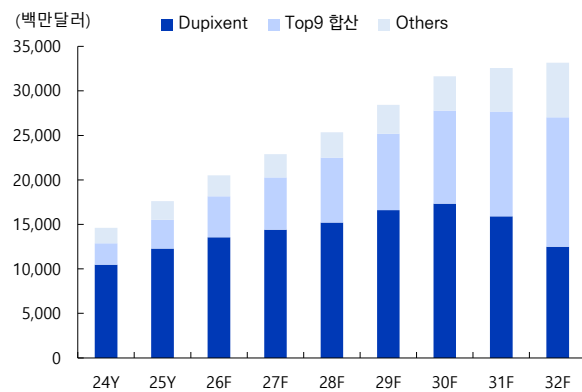


자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

기존 시장은 사노피의 듀피젠트가 과점 중이다. 2024년 기준 전체 피부염 치료제 시장은 약 180억 달러 수준인데, 듀피젠트 단일 제품의 매출이 115억 달러를 기록하고 있다. 듀피젠트는 IL-4/IL-13 수용체에 결합하는 약물로, 소아 중증 아토피피부염 및 12세 이상의 중등도 또는 중증 아토피피부염 치료제로 승인이 허가 받았다.

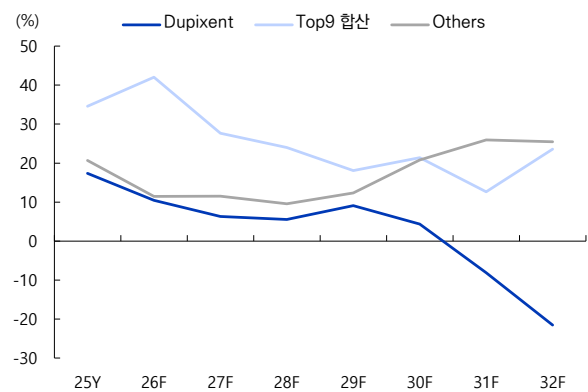
아토피피부염 치료제 시장은 치료제 기전의 다양화를 통해 크게 성장할 예정이다. Evaluate Pharma에 의하면 2032년 기준 아토피피부염 치료제 시장은 331억 달러로 추산되는데, 듀피젠트의 매출이 125억 달러이며, 주요 의약품 외 제품의 매출 합산이 61억원으로 추정되어 기타 제품군의 높은 성장세가 예상된다.

[도표 101] 아토피피부염 치료제별 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

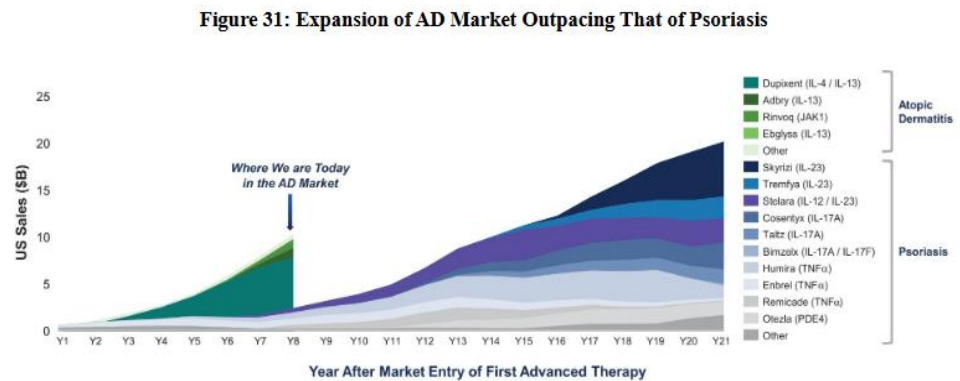
[도표 102] 아토피피부염 치료제별 YoY 성장률 전망



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

아토피피부염 시장은 기전 경쟁이 아닌 세그먼트 분화, 처방 지속성 경쟁이 진행 중이다. 이는 아토피 피부염의 치료 목표가 하나가 아니기 때문이다. 병변 (EASI), 가려움, 수면, 장기 재발 억제 등 다수의 치료 목표가 존재한다. 듀피젠트의 경우 높은 EASI 감소를 및 안전한 장기 biologic을 보유하고 있어 1차 치료제로 사용된다. 다만 가려움증 (peak pruritus-NRS 기준)을 50%까지 감소시키는 데이터를 입증했으나 개선에 도달하기까지 16주가 소요되며 이후에는 효과가 정체되는 경향을 보인다. 따라서 해당 Unmet needs에 대해서는 Galderma의 Nemluvio가 교체 처방되는 식이다.

[도표 103] 아토피 치료제별 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

현재 유의미한 아토피피부염 치료제들의 임상 2상 내 주요 평가 지표 및 유효성을 나열했다. 아토피피부염 임상의 주요 평가 지표는 EASI 변화율로, 치료제들은 평균 60% 중반 수준의 변화율을 보이고 있다. 다만 단순 EASI 변화율을 내림차순으로 나열해 치료제 별 상업화 성공 가능성을 판단하는 데에는 한계가 있다. 앞서 언급한 듯 아토피 피부염의 치료 목표는 다양하며 기존 표준 치료제인 듀피젠트에도 한계가 존재하기 때문이다.

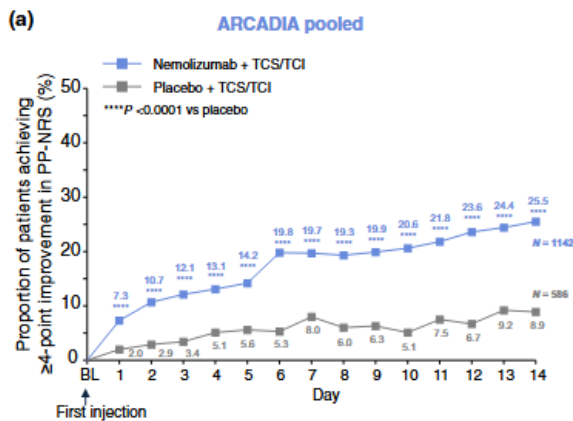
[도표 104] 아토피피부염 치료제 2b 상 내 주요 평가 지표 및 유효성 결과 비교

약물명	기전	임상 단계	평가 시점	주요 평가 지표	유효성 결과 (대표 용량)
Dupixent	IL-4/13	P2b	16 주	EASI % 변화	-68% (Q2W), -74% (QW)
Nemluvio	IL-31RA	P2b	16 주	PP-NRS, EASI	-68.8%
Amltelimab	OX40L	P2b	16 주	EASI % 변화	-61.5%
Ebglyss	IL-13	P2b	16 주	EASI % 변화	-72.1%
Rinvoq	JAK1	P2b	16 주	EASI % 변화	-74%
KT-621	STAT6	P1b (PoC)	Day 29 (4 주)	EASI % 변화	-63%

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

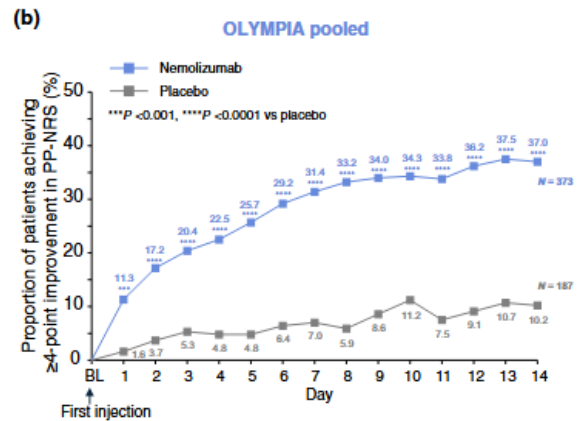
Galderma의 Nemluvio의 경우 가려움 (Pruritus)을 핵심으로 잡는 약이다. IL-31RA 차단 기전으로 Pruritus 신호와 직접 연관되어 있어 주요 평가 지표에도 가려움 NRS 변화가 포함되어 있다. Nemluvio의 경우 Pruritus 및 Skin signs를 모두 개선한 임상 결과를 입증했으며, PP-NRS 감소율 기준 14주차에 37.0%를 기록하며 위약군 10.2% 대비 크게 개선되는 결과를 보였다. 따라서 듀피젠트와 EASI 변화를 단순 비교 시 효능이 떨어지나 우수한 NARS 감소율을 바탕으로 2030년 기준 23억 달러의 매출을 기록할 것으로 추정되고 있다.

[도표 105] Nemluvio P3 (ARCADIA 임상) 내 PP-NRS 개선도



자료: Galderma, 교보증권 리서치센터

[도표 106] Nemluvio P3 (OLYMPIA 임상) 내 PP-NRS 개선도



자료: Galderma, 교보증권 리서치센터

Abbvie의 Rinvoq의 경우 JAK1 저해제로 2025년 기준 매출 n억 달러를 기록한 아토피피부염 치료제 시장 내 2위 약물이다. 16주 시점에서 40% 이상의 환자가 EASI-90을 초과하며 듀피젠트 대비 더 높은 효능을 보이고 있다. 또한 2상 내 고용량군의 EASI 개선 폭이 약 74% 수준으로 유효성 면에서 굉장히 우수한 약물이며 경구제로서의 투약 편의성도 보유하고 있다. 다만 심혈관 및 악성 종양 위험이 존재하는 부작용 이슈가 굉장히 큰 약물로 장기 투약의 부담이 존재한다. 주로 후속 치료 및 증상 심화 시 단기간 사용되고 있는 상황이다.

Sanofi의 Amlitelimab은 OX40L을 타겟하는 기전으로, 투약 중단 후에도 반응이 지속되는 유지력을 강조한 약물이다. 현재 임상 3상을 종료했다. 24주간 월 1회 투여 방식으로 진행된 임상 3상은 주요 평가 지표인 EASI-75 Score에서 46%를 기록하며 플라시보 27.6% 대비 우위성을 기록했다. (Q4W, Treatment Policy 기준) EASI-75란 기저 대비 EASI가 75% 이상 감소한 환자의 비율을 의미하며, vIGA-AD 0/1은 의사가 전반적인 중증도를 0~4점으로 평가하는 것으로 피부가 정상 수준으로 회복된 환자의 비율을 의미한다. 일반적인 EASI 감소를 대신 해당 지표를 주요 평가 지표로 사용한 이유는 단기 변화에 민감한 EASI 값을 배제하며 의미 있게 깊은 개선만을 관찰하고자 함이다.

OX40L은 1) 투약 후 시간이 지남에 따라 효능이 향상, 2) 12주 간격 투여로 투약 편의성 보유, 3) 안전성이 입증됨에 따라 2차 치료제로서의 가능성을 인정받은 기전이다. Amlitelimab 3상 결과는 위약 대비 통계적으로 유의미했으며, 평가 변수를 달성했으나 유효성 결과가 2b상 결과를 재현하지 못함에 따라 후발 업체들의 기회가 여전히 남아있는 상황이다. 그럼에도 Amlitelimab은 2032년 기준 약 20억 달러(약 3조원)의 매출을 기록할 것으로 추정되고 있다.

[도표 107] Amlitelimab 3상 주요 평가 지표 결과

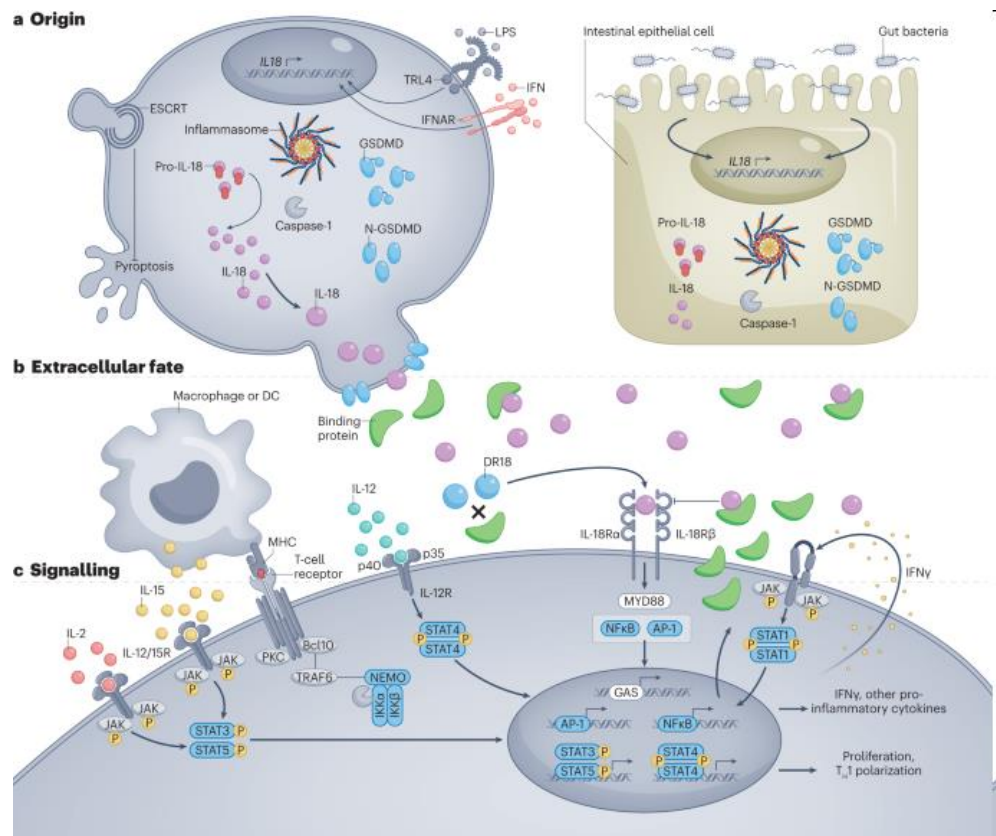
Key endpoints	Non-responder imputation			Treatment policy		
	Q4W	Q12W	Placebo	Q4W	Q12W	Placebo
vIGA-AD 0/1 (%)	21.1	22.5	9.2	26.5	29.1	10.5
EASI-75 (%)	35.9	39.1	19.1	46	50.3	27.6

자료: Sanofi, 교보증권 리서치센터

따라서 APR-R3의 경우 비교적 후발주자이나, 우수한 데이터 입증 시 듀피젠트 불응성 환자 시장을 점유 가능하다고 판단한다. 현재 후속치료제로 사용되고 있는 1) JAK1 저해제는 경구제로서의 투약 편의성 및 높은 효능을 보유하고 있으나, 안정성 이슈가 극심해 장기 투약을 해야 하는 아토피 피부염 치료제로서는 적절하지 못하다. 2) OX40L 타깃의 약물은 신규 기전임과 동시에 투약 중단 후에도 반응이 지속되는 기전으로 2차 치료제로서 좋은 선택지다. 다만 해당 타깃 내 가장 빠른 단계를 밟고 있는 사노피의 Amlitelimab의 아쉬운 3상 결과 발표로 여전히 기회가 남아있다고 판단된다.

APR-R3의 기전은 IL-18 저해제다. 기존 상위 매출 약물인 듀피젠트 및 IL-13을 타깃하는 치료제들이 Type 2 염증 중심이다. 아토피는 알레르기 질환이나, 해당 병증이 만성일 경우 IL-6, IL-17 등 타 염증의 신호가 강해질 수 있다. IL-18은 해당 염증에 강한 기전이다.

[도표 108] IL-18 작용 기전

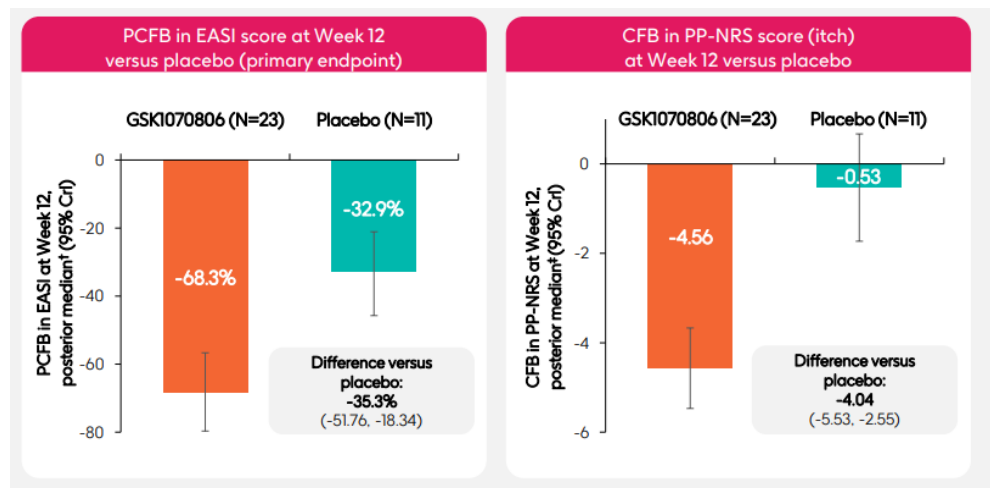


자료: Nature, 교보증권 리서치센터

동일 기전의 약물을 보유한 경쟁사는 GSK 및 Apollo Therapeutics다. 양 사 모두 1b상 및 2a상 내 의미 있는 유효성을 달성했다. GSK1070806는 1b상에서 위약 보정 기준 EASI -33.2%의 감소를 보였다. 또한 EASI-50은 투여군에서 48%로 위약군 27% 대비 21%, EASI-75는 투여군에서 26%로 위약군 9% 대비 유의하게 높은 결과를 확인했다. IL-18 타겟이 EASI 값의 감소를 유도할 수 있다는 PoC 입증에 진행되었다.

또한 주목할 점은 가려움을 나타내는 강도인 PP-NRS는 -4.56으로 위약군 -0.53 대비 임상적으로 유의미한 결과를 보였으며, DLQI 지표도 동일했다. Itch/QoL 개선은 전통 Type2 표적의 개선과 별개로 평가될 수 있어 신규 기전으로서의 가능성을 보여준 임상이었다고 판단한다.

[도표 109] GSK1070806 의 12 주차 EASI 및 PP-NRS Score



자료: Evaluate Pharma, 교보증권 리서치센터

Apollo Therapeutics 또한 지난 12월 IL-18 저해제 Camoteskimab에 대한 2a상 결과를 발표했다. 62명의 중등도~중증 아토피피부염 성인 환자를 대상으로 진행한 임상이었다. 위약 대비 EASI 평균 80% 감소를 보였으며, EASI-75 65%, IGA 0/1 약 60%를 달성하며 유효성을 입증했다. 투약 4주차에 효능이 나타나기 시작한 점 및 기존 Th2 억제제 치료에 반응하지 않았던 환자들에게서 EASI 반응이 관찰된 점이 중요한 부분이다.

[도표 110] Apollo Therapeutics Camoteskimab P2 디자인 및 결과

임상명	CHAMELEON
환자수	62
임상 지역	미국 및 캐나다
임상 단계	P2a
주 평가지표	EASI Score 감소율
부 평가지표	EASI 75, IGA 0/1
EASI Score 감소율	80%
EASI75 responder rate	~65%
IGA 0/1 Responder rate	~60%

자료: Apollo Therapeutics, 교보증권 리서치센터

해당 두 임상을 통해 IL-18 저해제에 대한 PoC 입증이 상당 부분 진행되었다. 주목해야 할 시사점은 1) 전통 Type2 표적의 개선과 별개로 평가되는 Itch/QoL 개선이 진행된 점, 2) Type 2 표적 치료제에 반응하지 않던 환자들에게서 EASI 반응이 관찰된 점, 3) 투약 4주차에 치료 효능이 나타나기 시작한 점이라고 판단한다. 따라서 APR-R3의 경우 임상 2상 내 중요한 포인트는 주요 평가 변수인 EASI 변화를 및 듀피젠트 불응 시장 진입 가능성 확인을 위한 지표 확인이다.

[에이프릴바이오 397030]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	28	26	29	14
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	28	26	29	14
매출총이익률 (%)	na	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	13	11	10	11	5
영업이익	-13	17	16	18	9
영업이익률 (%)	na	61.3	62.2	62.9	62.6
EBITDA	-13	18	17	18	9
EBITDA Margin (%)	na	63.9	63.9	63.9	63.9
영업외손익	-1	3	-35	-35	-36
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	6	6	6	6
금융비용	-5	-3	-41	-41	-41
기타	0	0	0	0	0
법인세비용감전순손익	-14	20	-19	-17	-27
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	-14	20	-19	-17	-27
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-14	20	-19	-17	-27
당기순이익률 (%)	na	72.7	-72.1	-59.9	-184.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-14	20	-19	-17	-27
지배순이익률 (%)	na	72.7	-72.1	-59.9	-184.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-14	20	-19	-17	-27
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-14	20	-19	-17	-27

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-10	22	-15	-14	-23
당기순이익	-14	20	-19	-17	-27
비현금항목의 가감	2	0	38	38	38
감가상각비	1	1	0	0	0
외환손익	0	-2	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	1	37	38	38
자산부채의 증감	-1	0	0	0	0
기타현금흐름	3	2	-34	-35	-35
투자활동 현금흐름	-7	-23	-1	-1	-1
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	-6	-22	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	16	-3	-2	-3	-3
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	15	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	-1	-3	53	-6	-8
기초 현금	7	7	3	57	51
기말 현금	7	3	57	51	43
NOPLAT	-13	17	16	18	9
FCF	-14	17	17	19	10

자료: 에이프릴바이오, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	67	97	151	146	139
현금및현금성자산	7	3	57	51	43
매출채권 및 기타채권	1	2	2	2	2
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	60	92	93	93	94
비유동자산	13	3	3	2	2
유형자산	1	1	1	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	11	1	1	1	1
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	80	100	153	148	141
유동부채	22	8	11	15	21
매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	21	8	11	15	21
비유동부채	0	0	0	0	0
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	22	9	11	15	21
지배지분	58	91	142	133	120
자본금	22	22	23	23	23
자본잉여금	127	137	137	137	137
이익잉여금	-92	-72	-22	-31	-44
기타자본변동	2	3	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	58	91	142	133	120
총차입금	6	3	3	3	3

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-662	913	-832	-742	-1,145
PER	-25.5	17.7	-66.0	-64.8	-42.0
BPS	2,677	4,056	6,123	5,735	5,175
PBR	6.3	4.0	9.0	8.4	9.3
EBITDAPS	-595	802	737	791	396
EV/EBITDA	-23.9	15.5	67.6	53.0	106.8
SPS	0	1,256	1,154	1,239	619
PSR	0.0	12.9	47.6	38.8	77.6
CFPS	-675	771	751	805	409
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-100.0	NA	-5.0	10.0	-50.0
영업이익 증가율	적지	흑전	-3.7	11.3	-50.2
순이익 증가율	적지	흑전	적전	적지	적지
수익성					
ROIC	-1,041.1	620.7	520.2	647.2	346.5
ROA	-18.7	22.3	-14.9	-11.4	-18.4
ROE	-22.3	26.9	-16.2	-12.5	-21.0
안정성					
부채비율	38.0	9.5	7.9	11.3	17.5
순차입금비용	7.1	2.9	1.8	1.9	2.0
이자보상배율	-14.4	11.9	0.4	0.5	0.2

코오롱티슈진 950160

FDA 승인 허가 전까지 한 고비 남았다

Jan 20, 2026

Not Rated

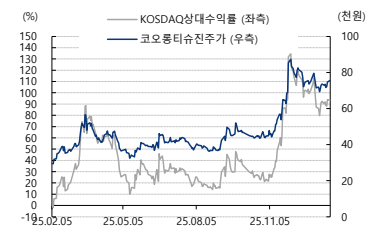
신규

TG-C의 FDA 허가가 기대된다

Company Data

현재가(01/19)	75,500 원
액면가(원)	0 원
52 주 최고가(보통주)	87,300 원
52 주 최저가(보통주)	28,500 원
KOSPI (01/19)	4,904.66p
KOSDAQ (01/19)	968.36p
자본금	0 억원
시가총액	62,832 억원
발행주식수(보통주)	8,322 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	38.9 만주
평균거래대금(60 일)	284 억원
외국인지분(보통주)	5.24%
주요주주	
코오롱 외 8 인	66.21%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	72.0	147.5
상대주가	-4.5	45.8	85.3

TG-C는 무릎 골관절염 치료제로 개발 중. 현재 치료제 없이 진통제 위주로 해당 치료제 시장이 형성되어 있음. G2~3 환자 대상의 치료제로 투여해 통증 완화 및 기능 개선 입증의 목표 보유. 등록 환자 531명의 TG-C 15032 임상은 1Q26 마지막 환자의 2년 관찰을 완료 후, 7월 탐라인 데이터 발표, 10월 CSR 수령 예정. 이후 등록 환자 535명의 TG-C 12031 임상은 7월 마지막 환자 관찰 완료 후 10월 탐라인 데이터 발표, 12월 CSR 수령 예정이다. 올해 7월 TG-C 임상의 유효성 확인이 가능할 예정

주평가지표는 골관절염 통증 점수 변화량 (WOMAC) 및 통증평가지수 (VAS) 변화량. WOMAC은 국내 3상의 2차 평가지표로 통계적 유의성 달성한 바 있으며, VAS 역시 미국 2상 내 개선 확인 완료된 지표. 국내 임상의 재현 임상으로 과거 데이터 값 유지 시 FDA 품목허가 가능하다고 판단. 상업화 대비해 26년 연내 론자와의 CMC 패키지 완료 예정

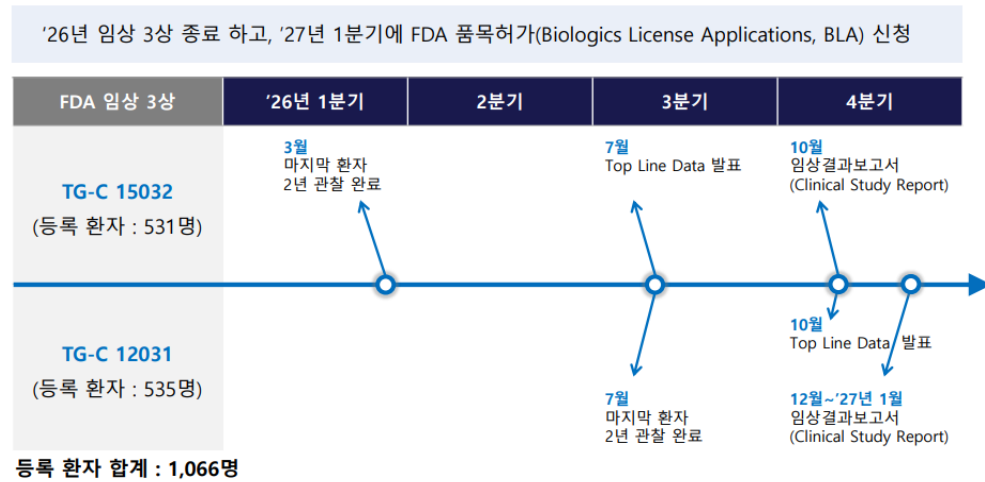
7월 탐라인 발표 내 구조 개선 가능 여부 확인이 가장 중요

재현성 검증 성격이 높아 지난 국내 3상 및 미국 2상의 결과와 유사할 것으로 판단되며 임상 실패의 가능성은 낮다고 판단. 7월 탐라인 발표 시 결과 확인이 가장 중요. 현재 DMOAD로 승인 받은 치료제는 전무한 상황, 1월 허가 신청한 경쟁 약물 Lorecivint의 경우 3상서 위약 대비 mJSW 개선 입증 실패. 따라서 부평가지표인 MRI 확인을 통해 구조 개선 가능 여부의 확인이 필요하며, 해당 내용이 동사 기업가치의 상방을 결정할 것으로 판단. 미국 제외 글로벌 시장에 대한 L/O 목표 및 미국 시장에 대해서는 직판 또는 파트너십 전략 목표로 진행

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	4	5	7	10	14
YoY(%)	-60.8	36.9	36.9	36.9	51.0
영업이익(십억원)	-21	-22	-30	-40	-60
OP 마진(%)	-525.0	-440.0	-428.6	-400.0	-428.6
순이익(십억원)	-17	-34	28	54	48
EPS(원)	-241	-440	339	651	572
YoY(%)	적지	적지	흑전	92.2	-12.1
PER(배)	-37.4	-52.8	234.9	115.9	132.0
PCR(배)	-34.6	-84.9	-226.3	-158.7	-105.0
PBR(배)	5.7	12.7	37.8	35.0	38.0
EV/EBITDA(배)	-33.2	-87.9	-227.8	-157.7	-104.7
ROE(%)	-16.7	-25.9	17.3	30.5	27.6

[도표 111] 2026 년 TG-C 타임라인



임상 관찰과 병행하여 현재 FDA 품목허가(BLA) 신청을 위한 Package 준비 중

자료: ResearchGate, 교보증권 리서치센터

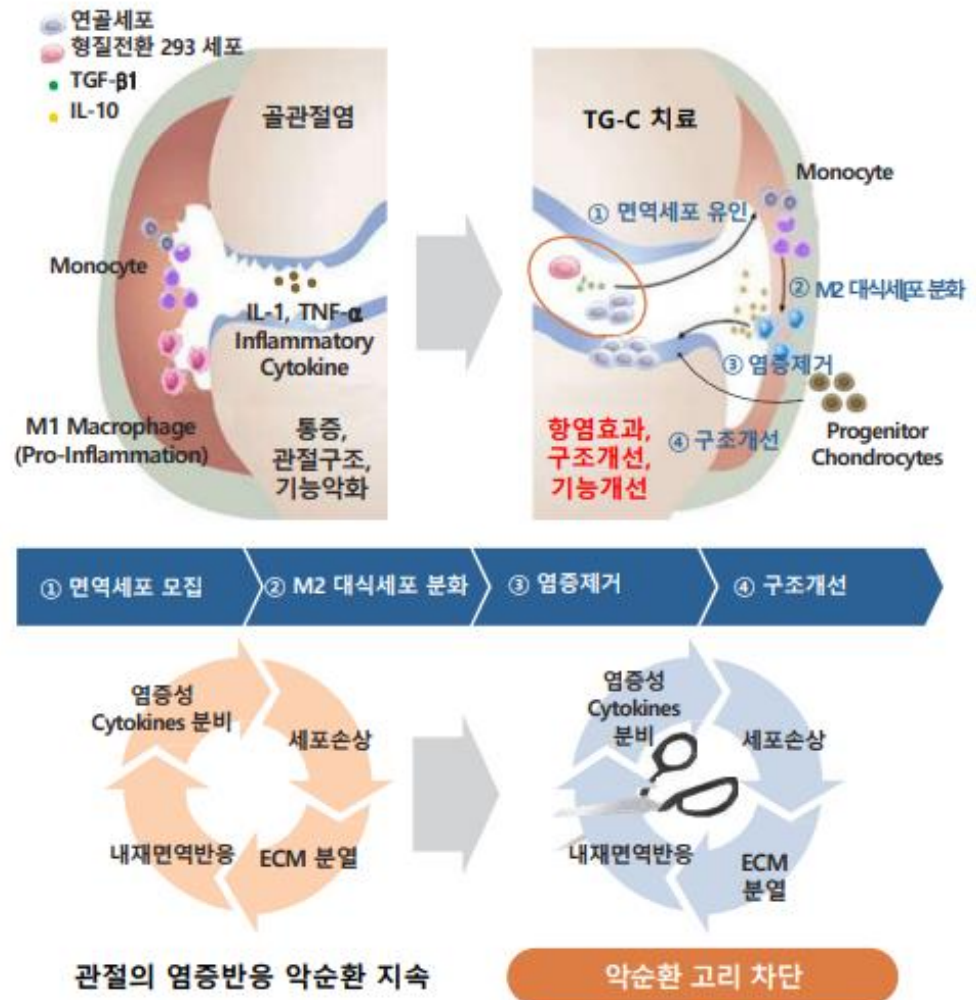
[도표 112] DMOAD 후보물질 개발 현황

물질명	개발사	작용기전	FDA 임상
TG-C	코오롱티슈진	TGF-B	3 상 진행
Lorecivint	Biosplice Therapeutics	WNT/B-catenin 억제제	3 상 완료
Sprifermin	TrialSpark	FGF-18 억제제	2 상 완료
Cindunistat	Pfizer	INOS 억제제	2 상 완료
UBX0101	Unity Biotechnology	세놀리틱제	2 상 완료
TPX-100	Ortho Trophix	MEPE 유사 펩타이드	2 상 완료
GLPG1972	Galapagos	ADAMTS-5 억제제	2 상 완료
Lutikizumab	Abbvie	IL-1a/b 억제제	2 상 완료
SAR113945	Sanofi	NF-KB 억제제	2 상 완료
MIV-711	Medivir	Cathepsin K 억제제	2 상 완료
LNA043	Novartis	ANGPTL3 유사체	2 상 진행

자료: 회사자료, 교보증권 리서치센터

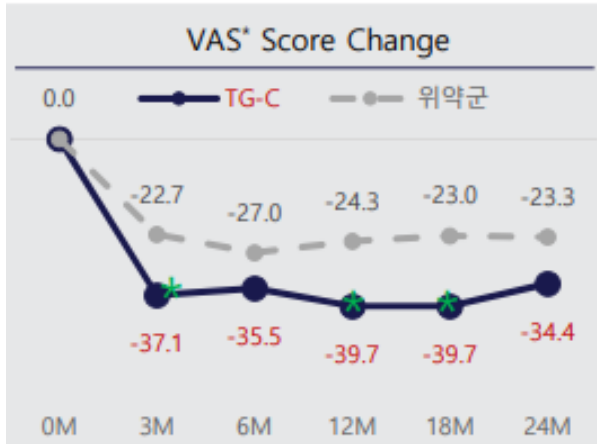
[도표 113] TG-C 작용 기전

• TG-C 작용 기전



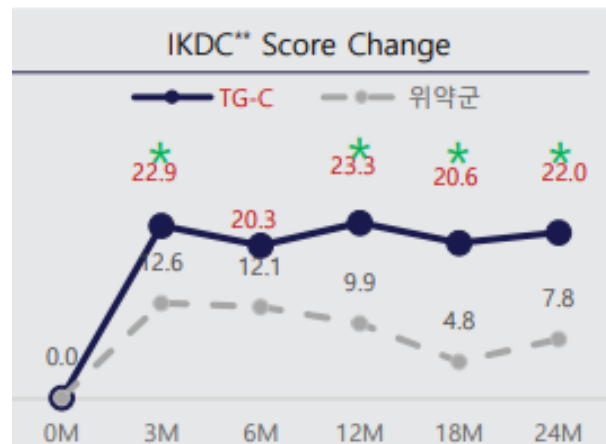
자료: 코오롱티슈진, 교보증권 리서치센터

[도표 114] TG-C 미국 임상 2상 결과



자료: 코오롱티슈진, 교보증권 리서치센터

[도표 115] TG-C 미국 임상 2상 결과



자료: 코오롱티슈진, 교보증권 리서치센터

[도표 116] 미국 및 한국 임상 디자인 비교

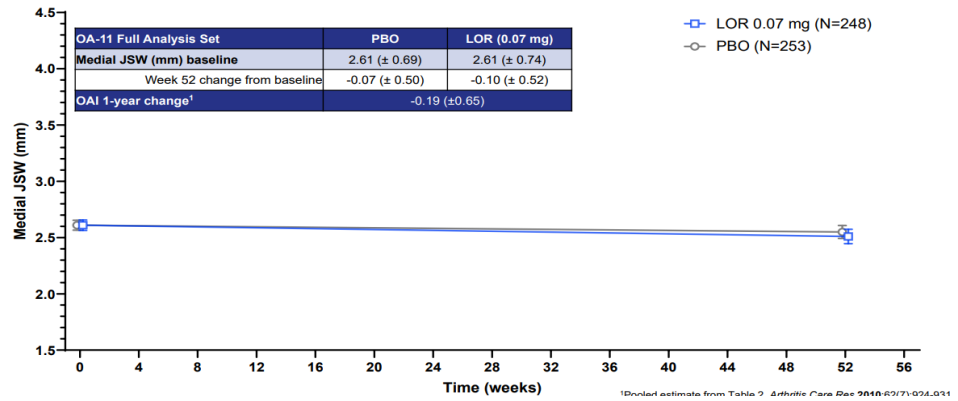
	미국	한국
임상 구조	무작위, 이중눈가림, 위약대조, 다기관	
임상기관	미국 내 약 80 개 사이트	한국 내 12 개 사이트
환자수	1020	159
K&L Grade	G2/G3	G3
치료군	TG-C: 680 명 위약: 340 명	TG-C LD: 78 명/ 위약: 81 명
관찰기간	24 개월	12 개월
주 평가변수	VAS, WOMAC Total	IKDC, VAS
평가변수	부 평가변수: MRI, SF-12, HAQ-DI	WOMAC, KOOS, MRI, X-RAY (JSW), Biomarker
기타 평가변수	X-Ray(JSW), Liquid Biomarker, IKDC 등	-
Claim Range	주 평가변수, 부 평가변수	주 평가변수

자료: 코오롱티슈진, 교보증권 리서치센터

[도표 117] Lorecivivint P3 mJSW 변화를 위약군과 차이 없음, 구조 개선 Endpoint 실패

STRIDES-X-Ray Medial JSW

Other Endpoint (Full Analysis Set)



자료: Biosplice Therapeutics, 교보증권 리서치센터

[도표 118] Lorecivivint P3 환자군 확인 시 구조 개선 실패 추정 가능; 1) 관찰 기간 부족(52 주), 2) 관찰군 선정 miss (안정기 위주)

	플라시보	LOR 0.07mg	전체
N	253	248	501
Age	61	60.8	60.9
BMI	31.4	31.7	31.5
Female	163 (64.4%)	165 (66.5%)	328 (65.5%)
Race			
White	175 (69.2%)	171 (69.0%)	346 (69.1%)
African American	65 (25.7%)	66 (26.6%)	131 (26.1%)
Asian	7 (2.8%)	6 (2.4%)	13 (2.6%)
KL Grade 2	134 (53.0%)	124 (50.0%)	258 (51.5%)
Unilateral Symptomatic	82	80	162
mJSW (mm)	2.61	2.61	2.61

자료: Biosplice Therapeutics, 교보증권 리서치센터

[도표 119] 코오롱티슈진 P3 환자군 선정 기준

Inclusion Criteria:

- Aged 40 or older
- BMI between 18.5 and 40
- KL Grade 2 or 3 knee OA 1. JSN 말기 환자 배제
- OARSI Grade 1 or 2 medial JSN
- Pain $\geq$ 40 on VAS scale
- Written informed consent
- Using birth control

Exclusion Criteria:

- Knee symptoms that result in difficulty or inability to walk
- Knee effusion $>2+$ 2. 염증성 진행군 일부 배제
- Has Grade 3 OARSI JSN
- MRI exam indicates fracture or tumor
- Has a positive result on RCR testing at screening
- Has taken NSAIDS with 14 days of baseline
- Has taken steroidal anti-inflammatory or biologic therapy medication within 2 months of baseline
- Chronic (>21 days) narcotic use
- Recent history (within 1 year) of drug or alcohol abuse
- Pregnant or lactating
- Has received injection to target knee within 2 months prior to study entry
- History of various disorders of the knee including but not limited to rheumatoid arthritis, psoriatic arthritis, autoimmune disorder, chondrocalcinosis, gout, hemochromatosis, villonodular synovitis, or synovial chondromatosis
- Severe hip osteoarthritis ipsilateral to the target knee
- Ongoing infectious disease including but not limited to HIV, HTLV-1, VSV-G, HBV, or HCV.
- Clinically significant congestive heart failure, hepatic disease, kidney disease, adrenal insufficiency, acromegaly, uncontrolled hyper- or hypothyroidism, or non-specified uncontrolled endocrine disorder.
- Uncontrolled diabetes based on a HbA1c $> 8\%$ at screening.
- Documented active malignancy within the last 5 years except for basal cell carcinoma, squamous cell carcinoma, and benign pigmented nevi.

자료: Clinical Trials, 교보증권 리서치센터

[코오롱티슈진 950160]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4	5	7	10	14
매출원가	3	4	6	8	13
매출총이익	0	1	1	1	2
매출총이익률 (%)	11.1	11.7	11.7	11.7	11.7
판매비와관리비	21	23	30	41	62
영업이익	-21	-22	-30	-40	-60
영업이익률 (%)	-553.3	-433.6	-424.8	-420.9	-419.0
EBITDA	-19	-21	-29	-40	-60
EBITDA Margin (%)	-515.2	-417.6	-417.6	-417.6	-417.6
영업외손익	4	-12	57	94	108
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	1	72	109	123
금융비용	0	-14	-14	-15	-15
기타	2	1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-17	-34	28	54	48
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	-17	-34	28	54	48
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-17	-34	28	54	48
당기순이익률 (%)	-464.8	-666.2	400.8	570.0	331.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-17	-34	28	54	48
지배순이익률 (%)	-464.8	-666.2	400.8	570.0	331.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-17	-34	28	54	48
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-17	-34	28	54	48

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-24	-20	41	68	61
당기순이익	-17	-34	28	54	48
비현금항목의 가감	-1	13	-57	-94	-107
감가상각비	1	1	0	0	0
외환손익	0	-1	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-3	13	-57	-94	-108
자산부채의 증감	-8	-1	-1	-1	-1
기타현금흐름	2	1	71	108	121
투자활동 현금흐름	-29	-77	0	0	0
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	-29	-77	0	0	0
재무활동 현금흐름	38	69	23	23	23
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	24	24	24	24
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	39	47	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	-15	-28	55	29	11
기초 현금	42	28	1	55	84
기말 현금	27	0	55	84	95
NOPLAT	-21	-22	-29	-40	-60
FCF	-27	-22	-30	-40	-60

자료: 코오롱티슈진, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	32	7	62	91	102
현금및현금성자산	27	1	55	84	95
매출채권 및 기타채권	1	0	0	0	1
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	6	6	6	6
비유동자산	103	215	214	214	214
유형자산	2	2	2	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	101	213	213	213	213
자산총계	135	222	276	305	316
유동부채	14	71	72	73	75
매입채무 및 기타채무	11	27	27	27	28
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	44	45	46	47
비유동부채	6	5	29	52	76
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	24	48	71
기타비유동부채	6	5	5	5	4
부채총계	20	76	101	126	151
지배자분	115	146	175	179	165
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	470	587	587	587	587
이익잉여금	-355	-442	-412	-408	-422
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	115	146	175	179	165
총차입금	6	16	40	63	87

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-241	-440	339	651	572
PER	-37.4	-52.8	234.9	115.9	132.0
BPS	1,581	1,834	2,108	2,156	1,988
PBR	5.7	12.7	37.8	35.0	38.0
EBITDAPS	-268	-276	-353	-477	-720
EV/EBITDA	-33.2	-87.9	-227.8	-157.7	-104.7
SPS	52	66	85	114	173
PSR	173.6	352.0	941.5	660.8	437.6
CFPS	-383	-285	-360	-483	-726
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-60.8	36.9	36.9	36.9	51.0
영업이익 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
순이익 증가율	적지	적지	흑전	94.7	-12.1
수익성					
ROIC	-38.4	-16.8	-16.4	-22.3	-33.6
ROA	-14.1	-18.9	11.2	18.6	15.3
ROE	-16.7	-25.9	17.3	30.5	27.6
안정성					
부채비율	17.4	52.4	57.6	70.1	91.0
순차입금비용	4.1	7.3	14.4	20.7	27.5
이자보상배율	-71.7	-244.8	-43.3	-36.8	-40.3

올릭스 226950

추가 기술이전이 '가장' 기대되는 회사

Oct 20, 2025

Not Rated

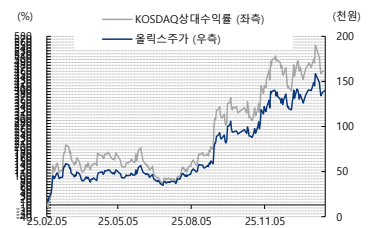
신규

RNA 기반 플랫폼 바이오 기업

Company Data

현재가(01/19)	139,800 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	158,600 원
52 주 최저가(보통주)	14,000 원
KOSPI (01/19)	4,904.66p
KOSDAQ (01/19)	968.36p
자본금	92 억원
시가총액	28,225 억원
발행주식수(보통주)	2,019 만주
발행주식수(우선주)	198 만주
평균거래량(60 일)	55.4 만주
평균거래대금(60 일)	773 억원
외국인지분(보통주)	6.56%
주요주주	
이동기 외 13 인	17.21%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.3	232.9	884.5
상대주가	-2.3	182.1	636.8

릴리와 OLX 702A 딜 체결한 MARC1 MASH 치료제 702A의 경우 호주 임상 1상 진행 중으로 SAD 임상 완료 후 MAD 진행 중. 1H26 702A 호주 1b상 투여 완료 예상. 2026년 올릭스는 MARC1 타겟에 비만 듀얼 타겟팅에 대한 연구결과 발표 목표, JPM에서 ALK7 타겟으로 비만 치료제 개발에 대한 본격화 공표, 해당 ALK7 타겟은 Arrowhead도 1월 Tirzepatide 병용으로 진행한 비만 임상 1/2a 결과 발표, T2D 환자군 내 Tirzepatide 단독 대비 체중 감소를 2배 (병용군 9.4%), 지방 관련 감소를 3배 제시하며 ALK7 타겟의 효능 입증. 올릭스의 듀얼 플랫폼 사용 시 병용 대비 효능 증대되어, 해당 MARC1 타겟에 ALK7 추가한 듀얼 타겟팅 결과 발표 시 릴리향 추가 딜체결 가능성도 존재한다고 판단. 릴리향 계약 내 듀얼 타겟 플랫폼에 대한 옵션 존재하는 상황

로레알과 탈모 치료 공동연구개발 체결 이력도 존재. 해당 파이프라인은 OLX104C로 추정. 의약품 포함 화장품에 대한 공동연구개발 진행에 대한 가능성도 존재. 항반변성 치료제 OLX301A의 미국 임상 1상 CSR도 수령 완료, 건성 항반변성 포지셔닝으로 해당 질환은 시력에 치명적. 1상 데이터 내 환자 시력 개선 효과 확인

2026년 신규 데이터 발표 후 추가 기술이전 기대

OLX702A에 대한 관심 지속 필요, 노보 노디스크 3Q25 실적발표에서 MARC1 타겟 MASH 파이프라인 임상 중단 발표, FGF21 인수에 따른 전략적 판단으로 추정되며, 해당 내용으로 OLX702A는 MARC1 타겟 내 First-in-class 가능성 존재. RNA 비만 치료제는 아직 임상 초기 단계이나 T2D 동반 비만 환자군 내 GLP-1 계열 치료의 한계를 보완할 수 있는 새로운 모달리티 가능성을 입증 중. 근육 보존 및 내장 지방 위주의 감소로 퀄리티 높은 체중감량 치료제의 가능성. 2026년 올릭스는 비만 적응증에 대한 데이터 공개 예정, CNS 등 지속적인 적응증 확장을 목표로 진행 중. 듀얼 타겟 플랫폼 및 비만에 대한 추가 기술 이전 기대, 로레알과 공동연구개발 종료 후 본계약도 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	17	6	9	13	19
YoY(%)	83.1	-66.7	50.0	50.0	50.0
영업이익(십억원)	-18	-31	-45	-67	-100
OP 마진(%)	-105.9	-516.7	-500.0	-515.4	-526.3
순이익(십억원)	-19	-41	-54	-29	274
EPS(원)	-1,324	-2,414	-2,769	-1,456	13,563
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	-11.0	-8.0	-50.7	-96.0	10.3
PCR(배)	-15.9	-12.3	-67.4	-44.9	-29.5
PBR(배)	4.9	19.9	567.0	82.7	71.3
EV/EBITDA(배)	-16.1	-13.5	-65.6	-36.5	6.9
ROE(%)	-33.0	-120.1	-466.7	-136.8	676.3

[도표 120] 올릭스 siRNA 기반 플랫폼

Core Technology

자체 개발 siRNA 기반 플랫폼으로 파이프라인 확장 중



2009 비대칭 siRNA 구조기술 국제 저널 논문발표 (Molecular Therapy)
2010 비대칭 siRNA 구조기술 특허등록
2013 긴 비대칭 siRNA 구조기술 특허등록
2015 자가전달 비대칭 siRNA 구조기술 특허등록

국소 투여 플랫폼 자가전달 비대칭 siRNA (cp-asiRNA)		간 특이적 GalNAc 플랫폼 GalNAc-asiRNA	
구조			
	- 안전성 검증 (전달체에 의한 독성위험 회피 & 국소 투여로 전신 부작용 최소화) - 유효성 검증 (검증 중 (피부, 안구 질환 등에 탁월 투여 경로 및 적합한 Lipid moiety 채택)) - 글로벌 라이선스 아웃 달성		
파이프라인	임상 - OLX101A (비대칭성) - OLX104C (탈모)	안구 - OLX301A (황반변성) - OLX304C (망막색소변성증)	간 - OLX702A (MASH/비만) - OLX706A (심혈관 질환) - OLX706B (대사성 질환) - OLX706C (심혈관 질환)
	비임상		- OLX702X (비만) - OLX702R (고혈압)

자료: 올릭스, 교보증권 리서치센터

[도표 121] 올릭스 파이프라인

R&D Status

	Program	Indication	Platform Development	Discovery	Animal POC	Preclinical	Clinical	Partnering status
Liver	OLX702A	대사이상지방간염(MASH)/비만				(호주) 1상 진행 중		Eli Lilly (Global)
	OLX706A	심혈관 질환						
	OLX706B	대사성 질환						Hansoh (Greater China)
	OLX706C	심혈관 질환						
	OLX702X	비만						
	OLX702R	고혈압						
Skin	OLX104C	탈모				(호주) 1b/2a상 임상시험계획 승인		
	OLX101A	비대칭성				(미국) 2a상 완료		
Eye	OLX301A	황반변성				(미국) 1상 완료		
	OLX304C	망막색소변성증						
Adipocyte Targeting Platform		지방조직						
CNS Targeting Platform		뇌신경 질환						

* Ongoing R&D partnership with L'ORÉAL in skin & hair regeneration and longevity (details undisclosed)

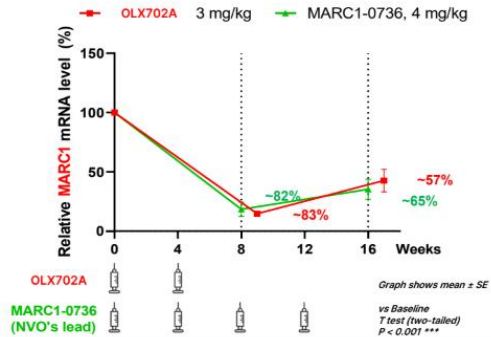
자료: 올릭스, 교보증권 리서치센터

[도표 122] 올릭스 기술수출 현황

파트너	비공개	Thea	Hansoh Pharma	Eli Lilly	LOREAL
시기	2020.06	2020.10	2021.1	2025.02	2025.06
계약대상	GalNAc-siRNA 연구개발/공급계약	OLX301A/OLX301D	GalNAc-siRNA 치료제 2종	OLX702A	siRNA 기반 피부 및 모발 공동 연구
계약규모	150 만 달러	6 억 6,780 만 유로	4 억 5,100 만 달러	6 억 3 천만 달러	비공개
비고		추가 옵션 2 종	추가 옵션 2 종	우선 검토 및 기술도입 협상권 부여	

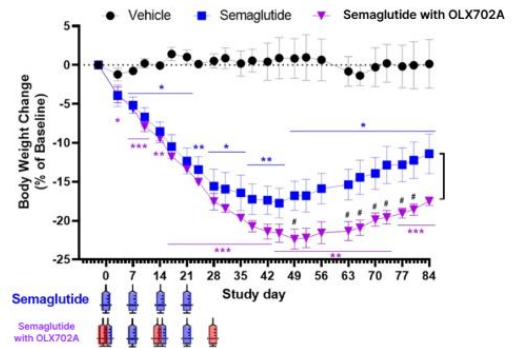
자료: 올릭스, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 702A 비임상 내 저용량으로 동등한 억제능 발표



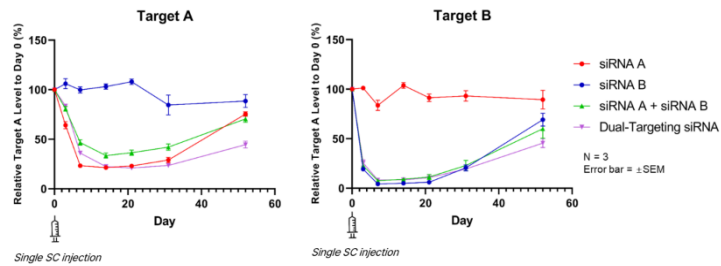
자료: 올릭스, 교보증권 리서치센터

[도표 124] 세마/OLX702A 병용 체중 감소 효과 확인



자료: 올릭스, 교보증권 리서치센터

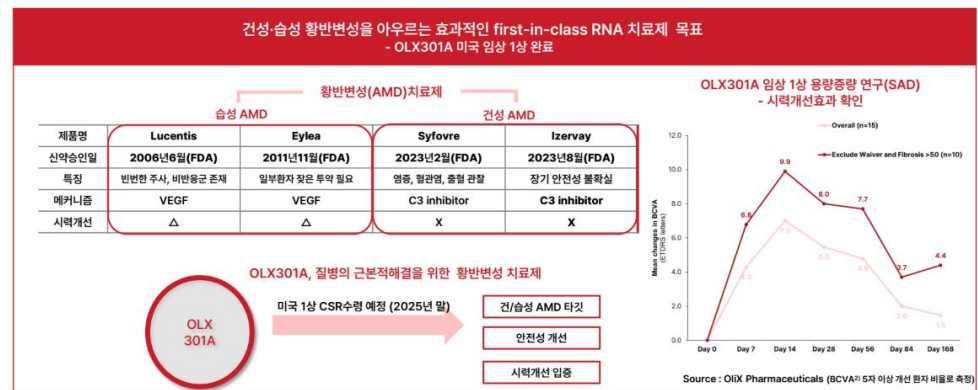
[도표 125] 듀얼 타겟팅 플랫폼 사용 시 병용 요법 대비 우수



* Eli Lilly 는 해당 파이프라인에 대한 우선 검토 및 기술도입 협상권 보유(단, MARC를 포함한 1개 이상의 유전자들 동시에 표적하는 경우에 한함)

자료: 올릭스, 교보증권 리서치센터

[도표 126] 1 상 내 시력개선효과 확인하며 기술수출 가능성 보인 OLX301A



자료: 올릭스, 교보증권 리서치센터

[울릭스 226950]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17	6	9	13	19
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17	6	9	13	19
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	35	37	54	80	119
영업이익	-18	-31	-45	-67	-100
영업이익률 (%)	-106.6	-544.6	-532.4	-525.0	-520.5
EBITDA	-16	-28	-43	-65	-98
EBITDA Margin (%)	-91.1	-498.4	-504.7	-508.2	-510.2
영업외손익	0	-10	-10	37	376
관계기업손익	-1	-1	1	1	1
금융수익	7	3	10	61	404
금융비용	-6	-7	-13	-17	-21
기타	0	-6	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	-18	-41	-55	-30	277
법인세비용	1	0	-1	0	3
계속사업순이익	-19	-41	-54	-29	274
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-19	-41	-54	-29	274
당기순이익률 (%)	-111.9	-716.2	-639.6	-230.1	1,429.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-19	-41	-54	-29	274
지배순이익률 (%)	-111.9	-716.2	-639.6	-230.1	1,429.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-8	0	0	0
포괄순이익	-22	-49	-55	-29	274
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-22	-49	-55	-29	274

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-21	-28	-49	-24	278
당기순이익	-19	-41	-54	-29	274
비현금항목의 가감	6	14	13	-34	-370
감가상각비	2	2	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	1	1	-1	-1	-1
기타	3	11	12	-35	-371
자산부채의 증감	-7	-2	-5	-6	-6
기타현금흐름	-1	0	-3	44	380
투자활동 현금흐름	34	1	0	0	0
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-9	-14	0	0	0
기타	43	15	0	0	0
재무활동 현금흐름	-6	19	19	21	21
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-5	15	15	15	15
장기차입금	0	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	2	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-1	-3	1	1
현금의 증감	7	-8	60	457	3,071
기초 현금	5	12	4	64	521
기말 현금	12	4	64	521	3,592
NOPLAT	-19	-31	-45	-66	-99
FCF	-32	-44	-48	-70	-102

자료: 울릭스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	32	16	76	534	3,606
현금및현금성자산	12	4	64	521	3,592
매출채권 및 기타채권	5	1	1	1	2
재고자산	0	1	1	1	2
기타유동자산	15	10	10	10	10
비유동자산	71	56	54	52	51
유형자산	44	51	49	47	46
관계기업투자금	8	0	1	1	2
기타금융자산	16	3	3	3	3
기타비유동자산	3	2	2	1	1
자산총계	103	71	130	586	3,657
유동부채	7	30	82	485	3,530
매입채무 및 기타채무	3	5	5	5	5
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	4	0	0	0
기타유동부채	4	22	77	480	3,525
비유동부채	46	23	42	62	82
차입금	20	21	26	31	36
사채	15	0	15	29	44
기타비유동부채	11	1	1	1	1
부채총계	52	53	124	547	3,612
지배지분	50	18	5	37	43
자본금	8	9	11	11	11
자본잉여금	157	176	176	176	176
이익잉여금	-123	-168	-182	-150	-144
기타자본변동	5	6	6	6	6
비지배지분	0	1	0	1	2
자본총계	50	18	6	39	45
총차입금	43	38	57	78	100

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-1,324	-2,414	-2,769	-1,456	13,563
PER	-11.0	-8.0	-50.7	-96.0	10.3
BPS	2,951	967	248	1,691	1,962
PBR	4.9	19.9	567.0	82.7	71.3
EBITDAPS	-927	-1,649	-2,112	-2,928	-4,410
EV/EBITDA	-16.1	-13.5	-65.6	-36.5	6.9
SPS	1,183	337	433	633	949
PSR	12.3	57.1	324.3	221.0	147.3
CFPS	-1,935	-2,546	-2,354	-3,146	-4,623
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	83.1	-66.7	50.0	50.0	50.0
영업이익 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
순이익 증가율	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성					
ROIC	-46.9	-62.6	-89.2	-136.6	-208.5
ROA	-16.2	-46.7	-54.2	-8.2	12.9
ROE	-33.0	-120.1	-466.7	-136.8	676.3
안정성					
부채비율	104.3	285.7	2,181.8	1,410.7	8,024.0
순차입금비율	41.5	54.0	43.6	13.4	2.7
이자보상배율	-5.2	-6.6	-4.3	-4.6	-5.4

에이비엘바이오 최근 2년간 목표주가 변동추이



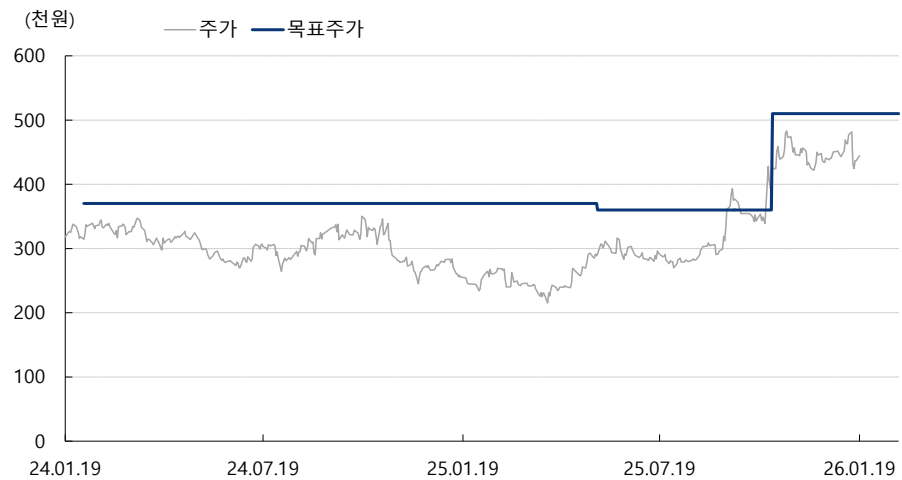
한울바이오파마 최근 2년간 목표주가 변동추이



디앤디파마텍 최근 2년간 목표주가 변동추이



한미약품 최근 2년간 목표주가 변동추이



올릭스 최근 2년간 목표주가 변동추이



에이프릴바이오 최근 2년간 목표주가 변동추이



코오롱티슈진 최근 2년간 목표주가 변동추이



에이비엘바이오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.04.09	Not Rated								
*2025.10.15	매수	120,000	(19.69)	5.58					
2025.11.13	매수	190,000	0.33	13.42					
2026.01.20	매수	260,000							

자료: 교보증권 리서치센터/ 주: * 시점부터 담당자 변경

한올바이오파마 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.20	Not Rated			FALSE					

자료: 교보증권 리서치센터

디앤디파마텍 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.02	Not Rated			FALSE					
*2026.01.20	Not Rated								

자료: 교보증권 리서치센터/ 주: * 시점부터 담당자 변경

올릭스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.20	Not Rated								

자료: 교보증권 리서치센터

한미약품 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.02.05	매수	370,000	(11.92)	(6.22)					
2024.05.02	매수	370,000	(15.68)	(6.22)					
2024.07.09	매수	370,000	(16.04)	(6.22)					
2024.07.31	매수	370,000	(21.45)	(5.27)					
*2025.05.23	매수	360,000	(13.86)	18.89					
2025.10.31	매수	510,000	(12.22)	(5.29)					
2026.01.20	매수	510,000							

자료: 교보증권 리서치센터/ 주: * 시점부터 담당자 변경

에이프릴바이오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.20	Not Rated								

자료: 교보증권 리서치센터

코오롱티슈진 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.01.20	Not Rated								

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4	2.9	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수의 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하