

제약·바이오(Overweight)

# Who's Ready?

: K-BIO, 준비됐는가?



# CONTENTS

03	I. Summary & Focus Chart
07	II. 모두가 떠난 자리, 빈집이 된 헬스케어
12	III. 글로벌 시장 환경 점검
	III-1. 불확실성 속에서도, 투자는 계속된다
	III-2. 선택과 집중: 차세대 모달리티, 후기 단계 자산
18	IV. 다음 블록버스터를 향한 빅파마의 선택
	IV-1. RNA: 만성질환에서 뇌 질환까지, 멈추지 않는 영토 확장
	IV-2. 차세대 ADC: 과열된 타겟을 넘어 기술 차별화로
	IV-3. 면역항암제 2.0: 이중항체가 여는 새로운 패러다임
40	V. 결론 및 투자 전략: '가시성'의 시대로
43	VIII. 종목별 투자 의견
44	리가캠바이오 (141080) _ Top Picks
54	에이비엘바이오 (298380) _ Top Picks
71	올릭스 (226950)
83	디앤디파마텍 (347850)
94	알지노믹스 (476830)
109	엡클론 (174900)

## I. Summary & Focus Chart

1H26 국내 제약/바이오는 반도체·AI 중심의 증시 호조와 완전히 동떨어진 흐름을 보였다. 2025년 연이은 대형 L/O 성과로 높아진 기대감이 2026년 들어 로열티 논란, 특허 리스크, 임상 실망 등 크고 작은 노이즈와 맞닥뜨리면서 기대-실망 사이클이 이어졌고, 섹터 전반에 대한 피로감이 누적됐다. 그 결과 코스피 제약 PER은 역사적 저점 수준까지 하락했다. 글로벌 헬스케어도 FDA 리더십 공백과 IRA 약가 압박이 겹치며 부진했다.

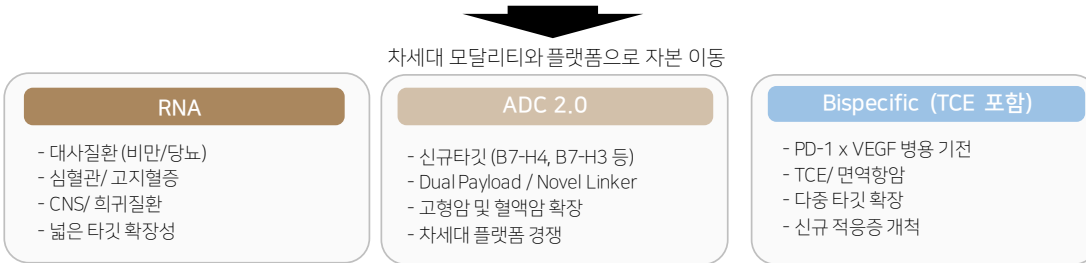
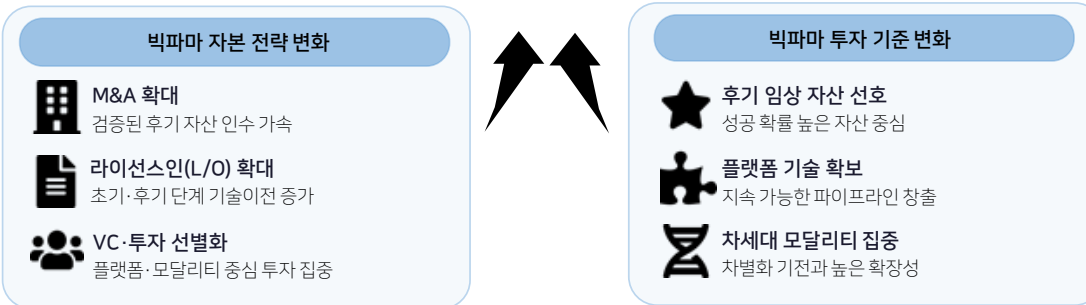
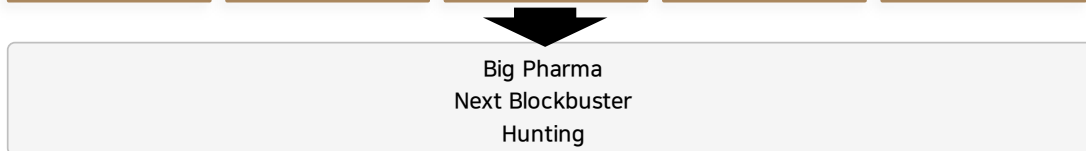
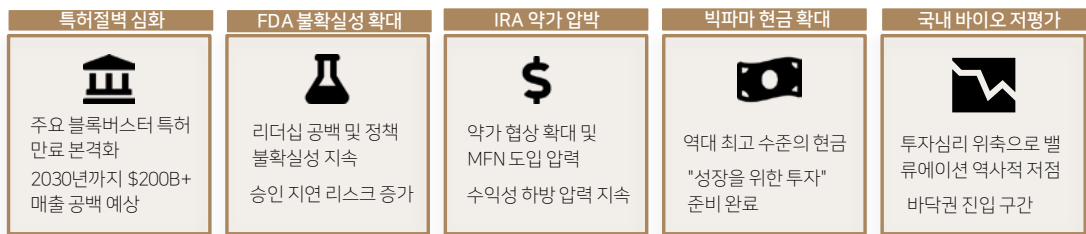
역설적이게도, 주가가 바닥을 다지는 동안 글로벌 빅파마의 R&D 투자와 딜 활동은 오히려 확대됐다. BMS-형루이(150억달러), 일라이 릴리-이노반트(85억달러) 등 대형 계약이 이어졌고, 1Q26 M&A 규모는 497억달러로 강세를 유지했다. FDA 허들이 높아지고 약가 인하 압박이 커질수록, 빅파마는 자체 개발보다 외부에서 검증된 자산을 사들이는 쪽이 훨씬 효율적이기 때문이다. 자본의 축도 단일 GLP-1·항체 중심에서 RNA, ADC, 이중항체 등 차세대 모달리티로 빠르게 이동하고 있으며, 빅파마들은 검증된 플랫폼을 선점하기 위해 조 단위 베틱을 이어가고 있다.

전편 "Who's Next?"에서 빅파마가 무엇을 원하는지 확인했다면, 이번 보고서는 그 다음 질문을 던진다. 국내 기업들은 팔 준비가 됐는가? 국내 제약/바이오 업종은 펀더멘털 대비 과도하게 조정된 구간으로 진입했고, 약재는 이미 주가에 상당 부분 반영됐다. 한올바이오파마, 디앤디파마텍, 지아이이노베이션의 사례에서 확인됐듯, 기대감이 주가에 충분히 반영되지 않은 상태에서 긍정적 임상 결과가 나올 경우 주가 반응은 빠르고 크다. 지금은 이 반등 국면을 대비한 포트폴리오를 미리 구성해두는 전략이 유효한 시점이다.

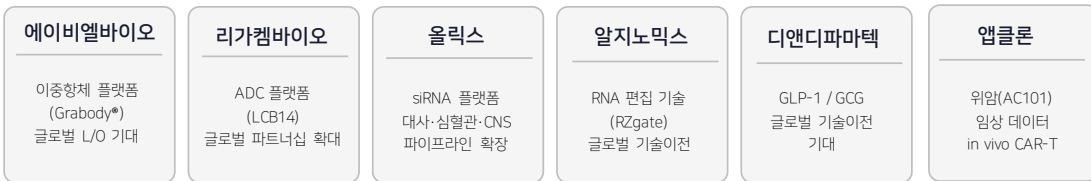
Top Pick으로는 이미 다수의 빅파마 트랙레코드를 확보해 플랫폼 L/O 가시성이 높은 리가캠바이오와 에이비엘바이오를, 차선호주로는 릴리향 L/O 및 로레알 BOLD의 지분투자 유치로 글로벌 검증을 마친 올릭스를 제시한다.

관심 종목으로는 우수한 임상 데이터에도 섹터 투자심리 위축으로 주가가 과도하게 조정된 디앤디파마텍, 애플론, 알지노믹스를 제시한다.

Focus Chart 1 빅파마의 자본 전략 변화



**국내 구조적 수혜 기업**



**결론: 준비된 자산이 빅파마의 다음 선택을 받는다**  
 빅파마의 자본은 지속적으로 확대, 투자기준은 더 까다롭고 선별화는 더욱 심화  
 차세대 모달리티와 플랫폼 중심으로 이동, 준비된 국내기업이 다음 주인공이 될 것

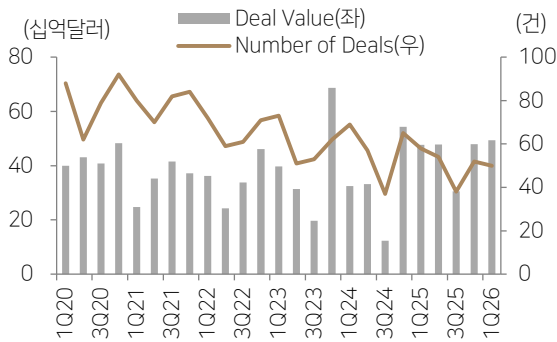
Source: ChatGPT, 다올투자증권

Focus Chart 2 국내 헬스케어 업종 주가 추이



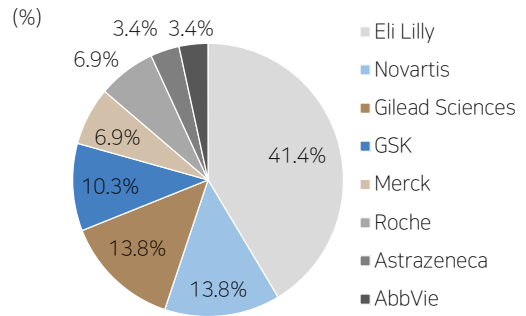
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 3 글로벌 기술이전 계약 규모 및 건수 추이



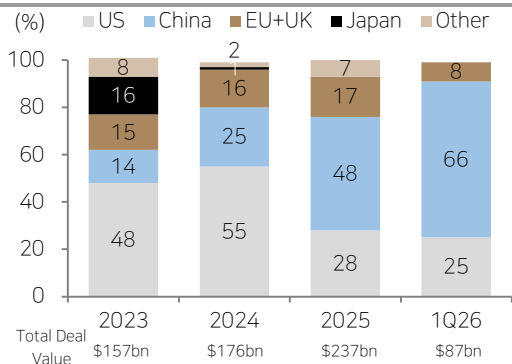
Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Focus Chart 4 빅파마별 라이선싱/M&A 계약 건수(2026)



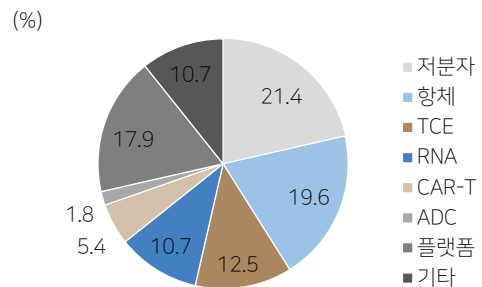
Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Focus Chart 5 국가별 라이선싱 딜 금액 추이



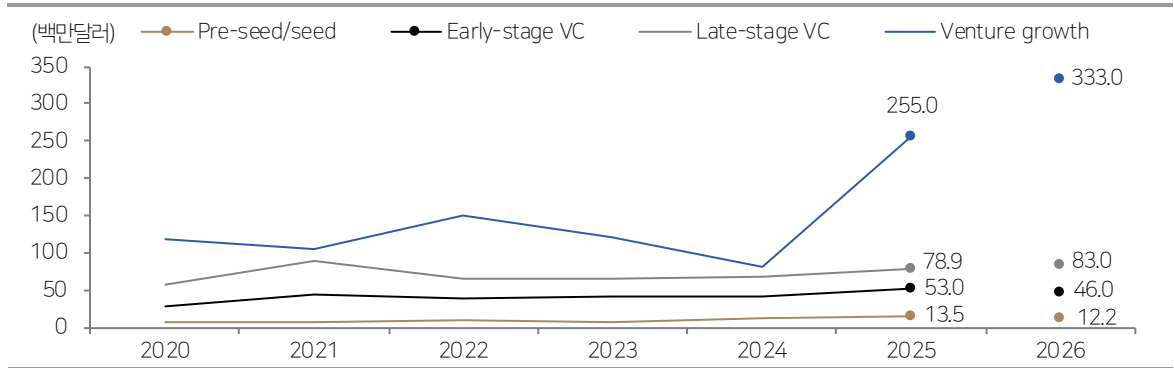
Source: GlobalData, Locus Walk, 다올투자증권

Focus Chart 6 모달리티별 10억달러 이상 딜(1Q26)



Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Focus Chart 7 바이오파마 VC 단계별 프리머니 밸류에이션 추이: 후기 검증 자산으로 프리미엄 집중



Source: PitchBook, 다올투자증권

Focus Chart 8 기업별 투자포인트

기업	리가캠바이오	에이비엘바이오	올릭스
투자의견	BUY	BUY	BUY
적정주가	240,000원 (유지)	240,000원 (하향)	Not Rated (유지)
종가 (시가총액)	146,000원 (54,345억원)	111,900원 (62,650억원)	172,800원 (35,079억원)
상승여력	63.5%	114.5%	N/A
투자포인트	- ADC 적용 영역이 후방 치료에서 1차 치료로 확대, TROP2·B7-H4 등 주요 타겟 ADC 가치 재평가 - 글로벌 빅파마 ADC 플랫폼 확보 경쟁 지속, ConjuALL 가치 부각 - Bio Best 전략 기반 BCMA ADC 전임상 성과 확인	- 디날리의 MPSII 치료제 FDA 승인, BBB 셔플 플랫폼 상업성 검증 - Grabody-B 근육, 심장, 폐 등 다양한 조직까지 적용 범위 확장, 기술이전 논의 범위 확대 전망 - ABL111, 토베시미그 등 주요 항암 파이프라인의 임상 유효성 입증	- OASIS 플랫폼 경쟁력을 릴리·한소제약·로레알과 파트너십으로 입증 - OLX702A는 2H26 마일스톤 및 추가 옵션 행사 기대감 - CNS, 섬유화질환 등 다수의 파이프라인 기반 기업 가치 재평가 여력 존재
2H26년 모멘텀	- ESMO2026, LCB14 중국 임상3상 및 글로벌 임상1b상 결과 공개예정 - LCB74 임상1a상 결과 발표 예정 - LCB84 파트너사 안센의 옵션행사 여부 확인 필요	- 연내 토베시미그(ABL001)의 BLA 제출 및 '27년 미국 내 승인 목표 - 연내 ABL111 임상3상 IND 신청	- OLX702A 임상1상 LPO 완료, 마일스톤 유입 가능성 존재 - OL2104C 임상1b 연내 종료, 데이터 공개 예상 - 6월 OLX501A 영장류 데이터 발표
기업	디앤디파마텍	알지노믹스	앱클론
투자의견	BUY	BUY	BUY
적정주가	Not Rated (유지)	Not Rated (신규)	Not Rated (유지)
종가 (시가총액)	83,100원 (36,401억원)	117,800원 (16,414억원)	34,600원 (6,903억원)
상승여력	N/A	N/A	N/A
투자포인트	- DD01은 48주 조직생검 핵심지표의 통계적 유의성 확보하며 Best-in-class 가능성 입증 - MASH·비만 외 CNS(NLY02), 간경변(TLY012) 등 파이프라인의 기술이전 및 기업가치 재평가 여력	- RZ-001 간암 1상 초기 유효성 확인, 플랫폼 PoC 검증 단계 진입 - RZ-003의 TSR 기술 기반 APOE4 교정, 빅파마 기술이전 가능성 유요 - 원형RNA의 T세포 선택적 표적 가능성 확인, In vivo CAR-T 개발의 핵심 요건으로 포지셔닝 주목 필요	- AC101(HLX22) mPFS 미도달, 우수한 효능 바탕으로 적응증 확장 - AT101 DLBCL 임상2상 유효성을 바탕으로 CAR-T 상업화 가능성 - zCAR-T와 In vivo CAR-T 플랫폼을 보유하고 있어, 고품양 확장 및 글로벌 기술 이전 가능성 존재
2H26년 모멘텀	- 화이자의 경구 비만 파이프라인 임상 진전에 따른 마일스톤 수취 기대 - DD01의 조직생검 통계적 유의성을 기반으로 기술이전 협상력 향상	- RZ-001 간암, 교모세포종 추가 코호트 데이터 발표 예정 - 릴리의 유전성 난청 프로그램 타깃 옵션 행사 및 마일스톤 수취 가능성	- 2H26 AT101 임상2상 결과 발표 및 연내 초기 품목 허가 신청 예상 - ESMO에서 AC101 HER2 양성 유방암 임상2상 데이터 발표 예정 - 연내 AT501 IND 제출 목표

Source: 다올투자증권

## II. 모두가 떠난 자리, 빈집이 된 헬스케어

글로벌 헬스케어  
동반 부진

1H26 국내 제약/바이오 업종은 반도체, AI 중심의 증시 호조와 완전히 동떨어진 흐름을 보였다. 이는 국내만의 현상이 아니다. 글로벌 헬스케어 지수도 FDA 리더십 교체에 따른 정책 불확실성, IRA 약가 협상 현실화, MFN 약가 압박이 겹치면서 YTD 기준 시장 대비 부진한 흐름을 보였다.

매크로 불확실성도  
원인으로 지목

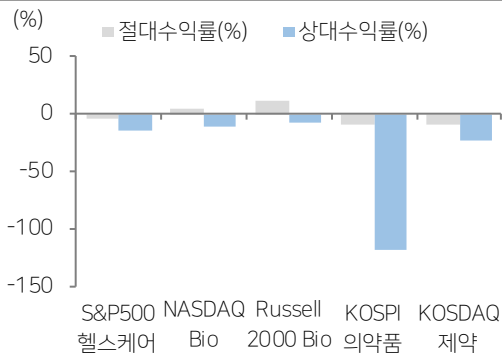
표면적으로는 금리 불확실성도 원인으로 지목된다. 미국 연준은 중동 전쟁발 인플레이션 압박으로 3회 연속 금리를 동결하고 있고, 한국은행도 하반기 금리 인상 가능성을 시사했다. 당사 투자전략팀은 하반기 두 차례의 금리 인상을 전망한다. 미래 현금흐름을 현재 가치로 할인하는 바이오텍 특성상 금리 상승 압력은 장기 파이프라인의 현재 가치를 훼손하는 요인으로 작용한다.

연속된 노이즈와  
신뢰도 저하.  
밸류에이션 저점  
진입

그러나 국내의 경우 매크로보다 섹터 고유의 악재가 더 크게 작용했다. 2025년 연이은 대형 L/O 성과로 높아진 기대감이 2026년 들어 주요 바이오텍 기업들의 로열티 논란, 특허 리스크, 임상 실망 등 크고 작은 노이즈와 맞닥드리면서 기대-실망 반복 사이클이 이어졌고, 섹터 전반에 대한 피로감이 누적됐다.

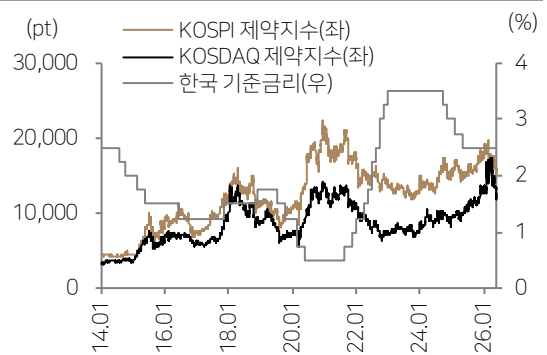
연이은 악재에 헬스케어 업종은 시장 대비 뚜렷한 언더퍼폼을 기록했고, 주가는 펀더멘털 대비 과도하게 조정된 구간으로 진입했다. 특히 코스피 제약 PER은 역사적 저점 수준까지 하락했다. 악재가 이미 주가에 상당 부분 반영된 만큼, 대형 L/O나 임상 데이터 서프라이즈가 나올 경우 언제든지 반등의 트리거가 될 수 있는 구간이다.

Fig. 1: 주요 글로벌 헬스케어 수익률(YTD)



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: KOSPI, KOSDAQ 제약 지수 vs. 한국 기준금리



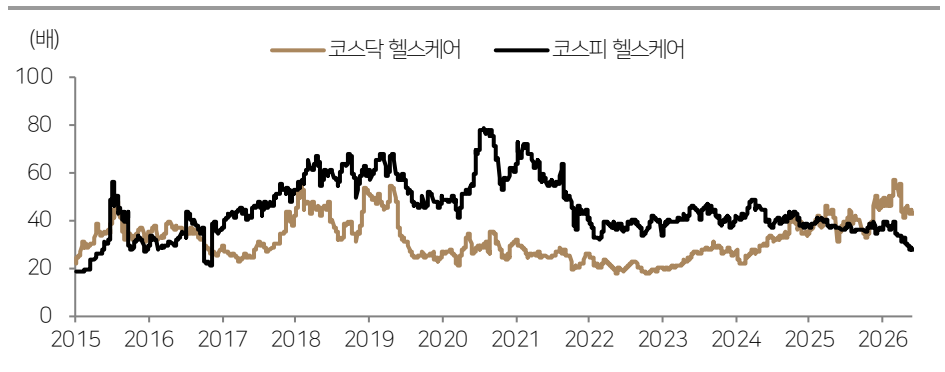
Source: Dataguide, 다올투자증권

Fig. 3: 국내 헬스케어 업종 주가 추이



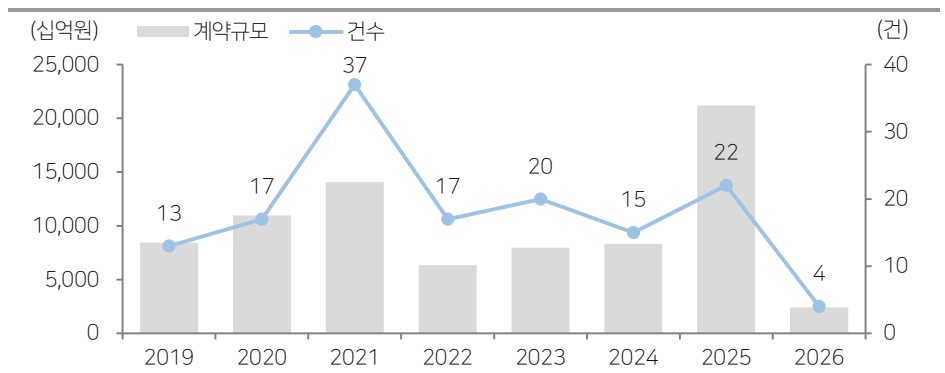
Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 4: 국내 헬스케어 업종 PER 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 5: 국내 기술이전 건수 및 규모 추이



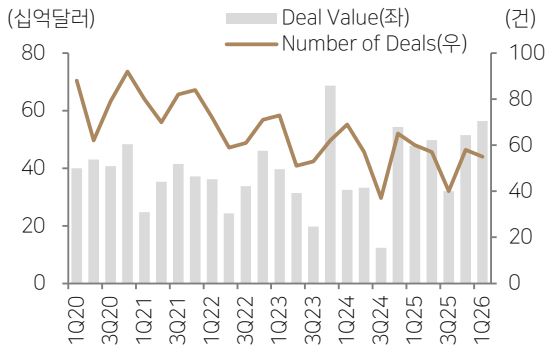
Source: 제약산업정보포털, Dart, 언론보도, 다올투자증권

반대로 움직이는  
글로벌 빅파마

흥미로운 건 국내 바이오 업종이 주가 바닥을 다지는 동안 글로벌 빅파마의 R&D 투자 활동은 확대되고 있다는 점이다.

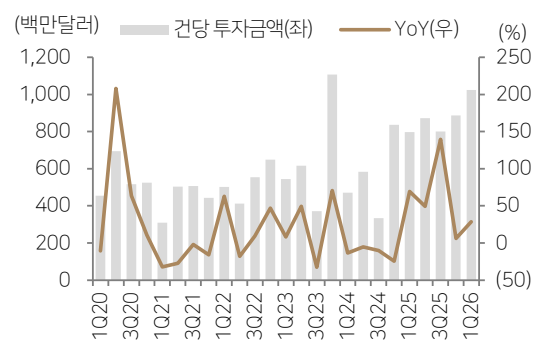
2026년 들어서 BMS-형루이(총 계약 규모 150억달러), 일라이 릴리-이노반트(총 85억달러) 등 대형 딜이 연속으로 체결됐다. 특히 절벽 압박이 현실화될수록 빅파마는 자체 개발보다 외부 검증된 자산 확보에 더 적극적으로 나서고 있다. GLP-1 수익을 앞세운 일라이 릴리는 2026년 YTD 전체 딜의 41.4%를 차지하며 저분자, 항체, CAR-T, 플랫폼, TCE(T-cell Engager; T세포 관여 항체) 등 전방위적인 투자를 이어가고 있다.

Fig. 6: 글로벌 기술이전 계약 규모 및 건수 추이



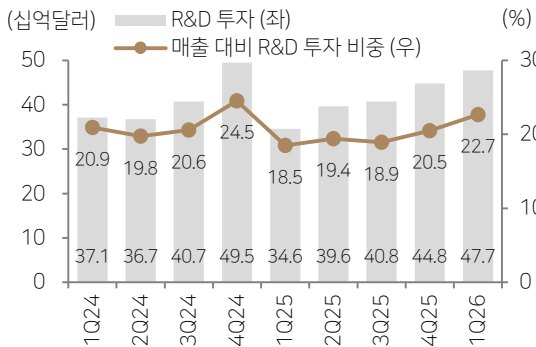
Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Fig. 7: 글로벌 기술이전 건당 투자 금액 추이



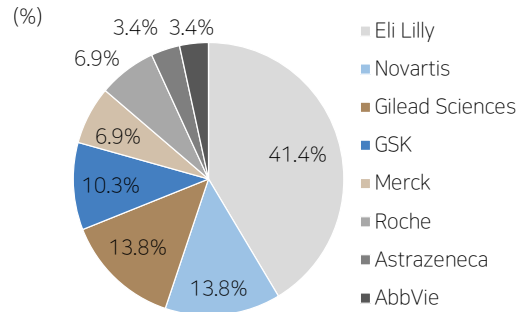
Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Fig. 8: 빅파마 R&D 투자 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 9: 빅파마별 라이선싱 및 M&A 계약 건수(2026)



Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Fig. 10: 2026년 주요 기술이전 및 M&A 계약(10억달러 이상) (1)

계약일자	인수회사	피인수회사/ 파트너사	계약 종류	파이프라인	적응증	모달리티	선급금 (\$mn)	계약규모 (\$mn)
2026-01-05	Sanofi	Earendil Labs	L/O	AI 신약 발굴 플랫폼	자가면역	플랫폼		2,560
2026-01-06	Eli Lilly	Nimbus Therapeutics	L/O	비만/경구/AMPK활성화	비만	저분자	55	1,300
2026-01-07	Eli Lilly	Ventyx Biosciences	M&A	경구/NLRP3억제제	자가면역/ 염증성질환	저분자		1,200
2026-01-12	AbbVie	RemeGen	L/O	이중항체/PD-1xVEGF	항암	항체	650	5,600
2026-01-12	AirNexis	Haisco Pharmaceuticals	L/O	폐쇄성폐질환/PDE3x4	호흡기	항체	108	1,063
2026-01-12	Novartis	SciNeuro Pharmaceuticals	L/O	알츠하이머/ 아밀로이드-β 표적 항체	신경계	항체	165	1,665
2026-01-20	GSK	RAPT Therapeutics	M&A	알레르기/ IgE항체	면역질환/ 알레르기	항체		2,200
2026-01-20	Shionogi	Viiv Healthcare	지분 취득	HIV치료제	감염병	미공개		2,125
2026-01-27	Boehringer Ingelheim	Simcere Pharmaceutical	L/O	TL1AxIL23p19	자가면역/ 염증성질환	항체		1,223
2026-01-28	Eli Lilly	Seamless Therapeutics	L/O	재조합효소 유전자편집 플랫폼	희귀질환 /유전성	플랫폼		1,120
2026-01-29	Eli Lilly	Repertoire Medicines	L/O	면역질환/비공개	자가면역	TCE	85	1,925
2026-01-30	AstraZeneca	CSPC Pharmaceutical	L/O	비만/AI 약물발굴 플랫폼	비만	플랫폼	1,200	4,700
2026-02-02	Roche	SanegeneBio	L/O	RNA/타깃, 적응증 비공개	비공개	RNA	200	1,700
2026-02-08	Eli Lilly	Innovent	L/O	면역질환/비공개	자가면역	항체	350	8,500
2026-02-09	Eli Lilly	Orna Therapeutics	M&A	면역질환/in-vivo CAR-T	자가면역	CAR-T		2,400
2026-02-09	Takeda	Iambic Therapeutics	L/O	AI 기반 신약 발굴 및 개발 플랫폼	항암제/ 위장관/염증	플랫폼		1,700
2026-02-11	Madrigal	Suzhou Ribo Life Science	L/O	siRNA/6개 전임상 자산	MASH	RNA	60	4,460
2026-02-16	Gilead Sciences	Genhouse Pharmaceutical	L/O	MAT2A항성치사/GH31	항암	저분자	80	1,530
2026-02-18	Novartis	Unnatural Products	L/O	심혈관질환/ AI 기반 거대고리 플랫폼	심혈관질환	플랫폼	100	1,800
2026-02-23	GSK	Frontier Biotechnologies	L/O	신장질환/ siRNA 전임상 예셋 2개	신장질환	RNA	40	1,003
2026-02-23	Astellas Pharma	Vir Biotechnology	L/O	PSMA표적 이중 TCE /PRO-XTEN, VIR-5500	항암	TCE	335	1,705
2026-02-23	Solstice Oncology	Harbour BioMed	L/O	CTLA-4 항체/ Porustobart	항암	항체	50	1,205
2026-02-23	Gilead Sciences	Arcelx	M&A	BCMA 표적 CAR-T	혈액암	CAR-T		7,800
2026-02-25	Novo Nordisk	Vivtex	L/O	단백질/펩타이드 경구 제형화 기술	비만	플랫폼		2,100
2026-03-03	UCB	Antengene	L/O	ATG-201/CD19xCD3/TCE	자가면역	TCE		1,180
2026-03-04	Sanofi	Sino Biopharmaceutical	L/O	면역학/JAKxROCK억제제 /Rovadicitinib	면역학	저분자	135	1,530
2026-03-05	Alnylam	Tenaya Therapeutics	L/O	심혈관질환/고처리량 스크리닝, 머신러닝 등	심혈관	플랫폼	10	1,140
2026-03-06	Servier	Day One Biopharmaceuticals	M&A	희귀암/OJEMDA/RAF 키나제 억제제	항암 (소아/희귀)	저분자/ ADC		2,500

Source: Evaluate Pharma, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 11: 2026년 주요 기술이전 및 M&amp;A 계약(10억달러 이상) (2)

계약일자	인수회사	피인수회사/ 파트너사	계약종류	파이프라인	적응증	모달리티	선급금 (\$mn)	계약규모 (\$mn)
2026-03-20	Novartis	Pikavation	M&A	항암제/PI3Kα 표적 항체	항암	항체		3,000
2026-03-23	Sanofi	Kali Therapeutics	L/O	KT-501 (CD3xCD19xBCMA)	자가면역	TCE	180	1,230
2026-03-23	Gilead Sciences	Ouro Medicines	M&A	BCMAxCD3 TCE	자가면역	TCE		2,175
2026-03-24	Merck	Quotient	L/O	체세포 유전체학 플랫폼	IBD(면역)	플랫폼	20	2,220
2026-03-25	Merck	Terns Pharmaceuticals	M&A	골수성 백혈병/ABL1 TKI	혈액암	저분자		6,700
2026-03-27	Novartis	Excellergy	M&A	면역학/IgE항체	면역질환 /알레르기	항체		2,000
2026-03-27	Otsuka Holdings	Transcend Therapeutics	M&A	PTSD치료제/TSND-201	신경계 /정신건강	저분자		1,225
2026-03-29	Eli Lilly	Insilico Medicine	L/O	전임상 단계의 경구용 자산	비만(추정)	저분자	115	2,750
2026-03-31	Eli Lilly	Centessa	M&A	수면장애/OX2R	신경계/수면	저분자		7,800
2026-03-31	Biogen	Apellis Pharmaceuticals	M&A	신장학/Empaveli, Syfovre	희귀질환 /신장/안과	PEG- 펩타이드		5,600
2026-04-09	Roche	C4 Therapeutics	L/O	2개 비공개 타깃 항체/ 토피도 플랫폼(DAC)	항암제	항체	20	1,020
2026-04-06	Neurocrine Biosciences	Soleno Therapeutics	M&A	과식증치료제(VYKATXR)	희귀질환 /내분비	저분자		2,900
2026-04-07	Eli Lilly	AC Immune	L/O	Morphomer Tau/ 소분자	신경질환	저분자	10	1,710
2026-04-07	Gilead Sciences	Tubulis	M&A	항암제 /ADC	항암	ADC		5,000
2026-04-13	Regeneron	Telix Pharmaceuticals	L/O	방사성의약품 공동개발 4개 프로그램	항암제	RPT	40	2,100
2026-04-16	Astellas Pharma	Vir iotechnology	L/O	VIR-5500/ TCE/PSMAxCD3	항암제	TCE	240	1,630
2026-04-17	UCB	Neurona Therapeutics	M&A	신경계/ NRTX-1001 포함	신경질환 /뇌전증	세포치료		1,150
2026-04-20	Eli Lilly	Kelonia Therapeutics	M&A	KLN-1010 포함 /In-vivo CAR-T	자가면역	CAR-T		7,000
2026-04-22	Amneal	Kashiv BioSciences	M&A	바이오시밀러업체	바이오시밀러/ 희귀질환	항체 등		1,100
2026-04-23	BMS	Atrium Therapeutics	L/O	RNA기반 치료제 개발	심혈관	RNA		2,175
2026-04-27	Eli Lilly	Ajax Therapeutics	M&A	혈액암/AJ1-11095 포함	혈액암	저분자		2,300
2026-04-28	Eli Lilly	Profluent	L/O	대규모RNA 편집 AI 플랫폼	미공개	플랫폼		2,250
2026-04-30	BeOne Medicines	Huahui Health	L/O	항암제/HH160(PD-1xCTLA- 4xVEGF-A)	항암	항체	20	1,920
2026-05-03	UCB	Candid Therapeutics	M&A	cizutamig(BCMAxCD3)	자가면역	TCE		2,200
2026-05-05	Arrowhead I	Madrigal Pharmaceuticals	L/O	PNPLA3 표적 siRNA	MASH	RNA	25	1,000
2026-05-06	Bayer	Perfuse Therapeutics	M&A	PER-001	당뇨병성 망막증	저분자		2,450
2026-05-06	GSK	Suzhou Siran Biotechnology	L/O	SA0303(ALK7 siRNA)	대사질환	RNA		10,050
2026-05-12	BMS	Hengrui Pharma	L/O	13개 초기단계 자산	종양학/혈액학/ 면역학	미공개	600	15,200
2026-05-18	Regeneron	Parabilis Medicines	L/O	Helicon펩타이드 플랫폼 (AHC)	미공개	플랫폼	125	2,325

Source: Evaluate Pharma, Bloomberg, 다올투자증권

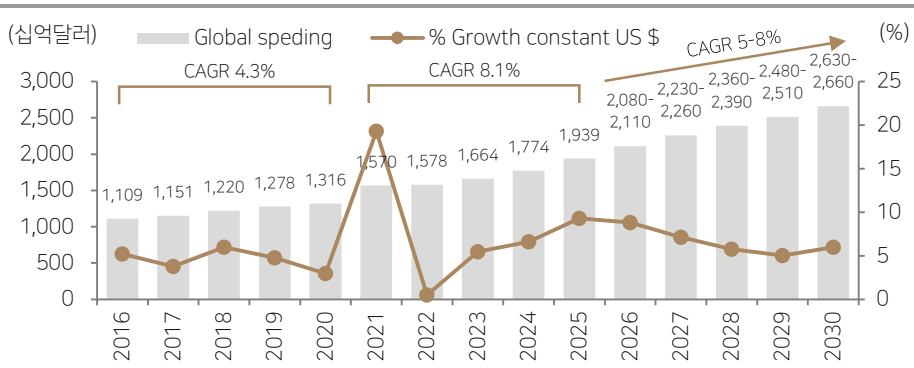
### III. 글로벌 시장 환경 점검

#### III-1. 불확실성 속에서도, 투자는 계속된다

지역별 체감 온도 차이: 미국 시장의 불확실성 고조

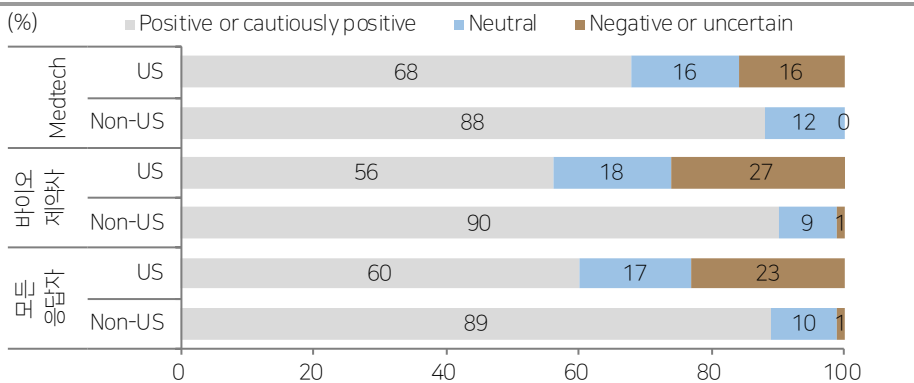
글로벌 의약품 시장은 만성질환 발병률의 증가, AI 기반 신약 디스커버리 플랫폼의 고도화, 정밀의료 수요 확대를 배경으로 성장이 지속되고 있다. 다만 체감 온도는 지역마다 다르다. 딜로이트에서 진행한 2026년 생명과학 산업 전망 관련 설문조사 결과에 따르면 유럽, 아시아 바이오회사 응답자의 90%가 긍정적인 전망을 내놓은 반면 미국은 56%에 그쳤고, 27%는 불확실하거나 부정적인 입장을 표명했다.

Fig. 12: 글로벌 의약품 시장 추이 및 전망



Source: IQVIA, 다올투자증권  
Note: COVID19 백신 및 치료제 시장 포함

Fig. 13: 글로벌 생명과학 경영진 업황 전망 설문 결과



Source: Deloitte, 다올투자증권

미국 불확실성 요인: 미국 응답자들이 불안한 이유는 크게 두 가지다.  
 FDA 리더십 공백과 약가 인하 압박

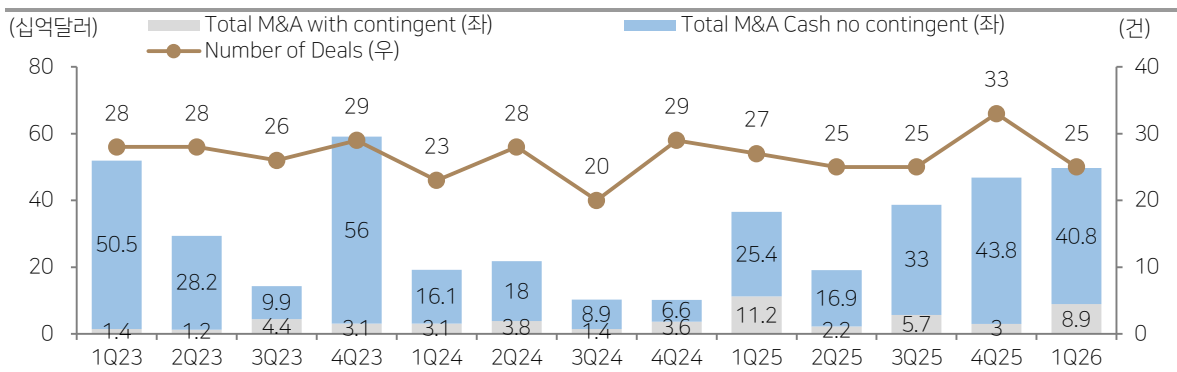
첫째, FDA 리더십 공백이다. 2026년 5월 마티 마카리 FDA 국장이 사임하면서 CDER(Center for Drug Evaluation and Research; 약물평가연구센터)·CBER(Center for Biologics Evaluation and Research; 생물약품평가연구센터) 등 핵심 부서가 임시 대행 체재로 운영되고 있다. 예산 삭감 및 구조조정 등으로 3,500명 이상의 인력이 이탈한 상황에서 NDA(신약허가신청)/BLA(생물약품허가신청)심사 지연 우려가 커지고 있다.

둘째 IRA(Inflation Reduction Act; 인플레이션 감축법) 약가 압박이다. 2026년 1월 CMS(미국 메디케어/메디케이드 서비스센터)는 2028년부터 적용될 3차 약가 협상 대상 품목을 발표했다. 이번엔 보톡스 등 파트B(의사 직접 투여 의약품)가 최초로 포함되면서 빅파마의 수익성 압박이 한층 심화됐다.

빅파마의 출구 전략: M&A 회복과 리스크 분산 투자

역설적으로 이 두 가지 압박은 빅파마의 외부 기술 도입을 가속화하게 만들었다. FDA 허들이 높아지고 약가 인하 압박이 커질수록 빅파마는 초기 임상에서 안전성 및 유효성을 검증해놓은 외부 자산을 사들이는 쪽이 훨씬 효율적이기 때문이다. 실제로 2025년부터 M&A 시장이 빠르게 회복됐으며, 1Q26에도 497억달러로 강한 흐름이 이어지고 있다. 조건부 금액(마일스톤·CVR) 비중이 분기마다 등락을 반복하는 점도 눈에 띈다. 이는 자산의 검증 수준과 외부 불확실성에 따라 리스크를 유연하게 나누는 방식으로 투자가 이어지고 있다는 것으로 해석된다.

Fig. 14: 바이오텍 치료제 및 플랫폼 M&A 추이



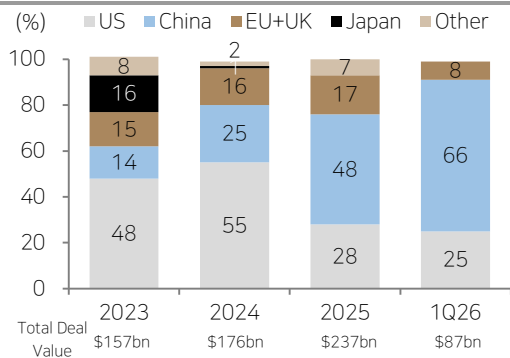
Source: DealForma, 다올투자증권

중국발 기술이전  
급증과 구조적  
리스크

2026년 들어서도 중국향 기술이전은 가속화되고 있다. 1Q26 기준 글로벌 기술이전 금액에서 중국향 딜 비중은 66%에 달하며(CSPC-AZ 단일 딜 포함 기준), 형루이·이노벤투 등 중국 바이오텍의 임상 경쟁력이 단순한 비용 우위를 넘어 데이터로 뒷받침되고 있다는 점은 구조적 리스크로 인식할 필요가 있다.

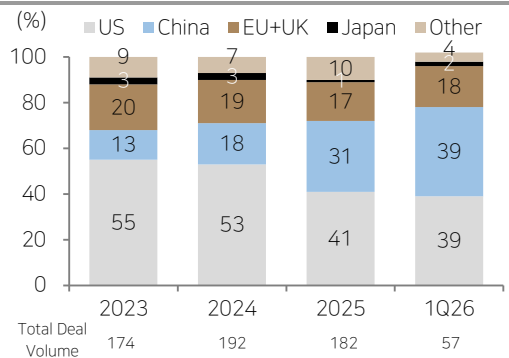
다만 생물보안법(BIOSECURE Act) 발효 이후 우려 바이오 기업(BCC; Biotechnology Companies of Concern) 지정 목록 공개가 임박한 만큼, 미국 연방 조달 계약 기업과의 거래가 제한될 수 있는 불확실성도 상존한다. 결국 중국과의 경쟁에서 살아남는 기업은 임상 데이터와 플랫폼 기술력으로 차별화된 포지션을 확보한 곳에 한정될 것이다.

Fig. 15: 글로벌 라이선싱 딜 금액 추이



Source: GlobalData, Locus Walk, 다올투자증권

Fig. 16: 글로벌 라이선싱 딜 건수 추이



Source: GlobalData, Locus Walk, 다올투자증권

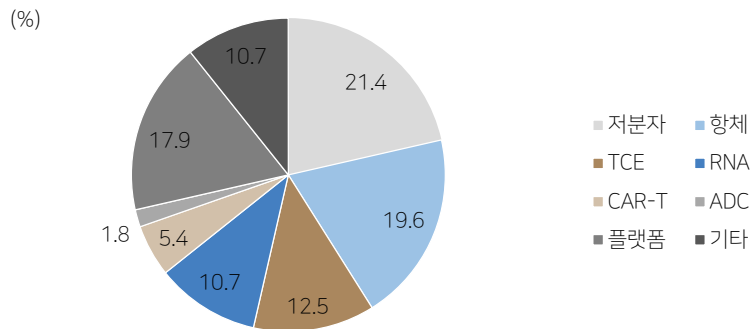
### III-2. 선택과 집중: 차세대 모달리티, 후기 단계 자산

단일 타겟에서  
차세대 모달리티로

빅파마 R&D 투자의 무게 중심이 다변화되고 있다. 1Q26 M&A 규모 기준으로 저분자가 1위를 차지했으나, 바이오의약품(항체, RNA, 단백질 등), 세포치료제가 빠르게 뒤를 잇고 있다.

딜 건수 기준으로는 플랫폼(17.9%), CAR-T(5.4%), TCE(12.5%), RNA(10.7%) 등 차세대 모달리티 합산 비중이 전체의 절반에 육박한다. 단일 표적 중심의 전통적 항체에서 멀티타겟 이중항체·TCE로 1세대 GLP-1 중심에서 RNA·플랫폼·in vivo CAR-T로 자본의 축이 이동하고 있다.

Fig. 17: 모달리티별 10억달러 이상 딜 건수 비중(1Q26)

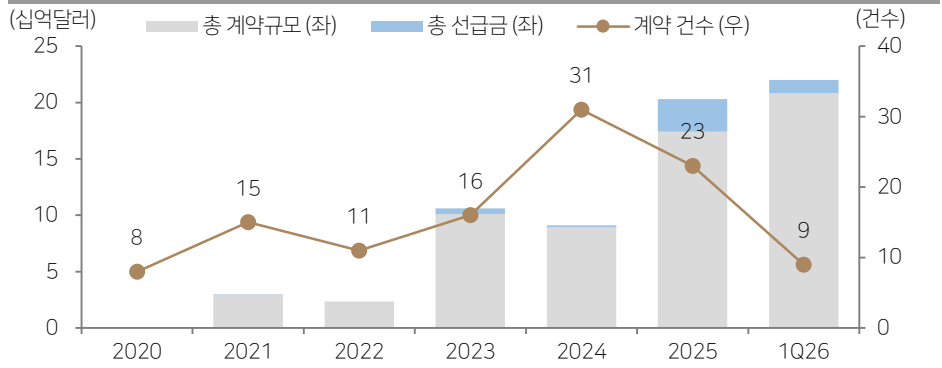


Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

비만·당뇨 시장의 변화: 단일 GLP-1에서 차별화 기전으로

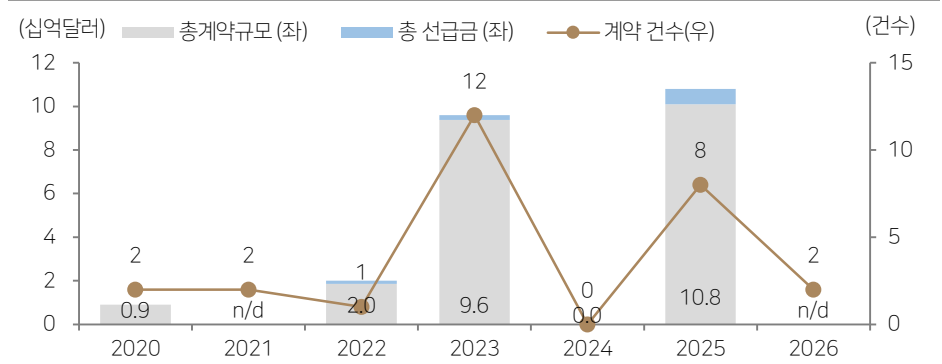
비만·당뇨 관련 파트너십 딜은 1Q26 기준 220억달러로 역대 최고 수준을 기록했다. 다만 GLP-1, GIP 관련 타겟에서는 2025년 연간 108억달러에서 1Q26 2건(규모 비공개)으로 급감했다. GLP-1 단일 타겟 경쟁이 과열된 가운데, 관심은 차별화된 기전과 새로운 적응증으로 이동하고 있다. GLP-1 타겟에서 차별화된 임상 데이터나 새로운 기전이 확인되면 언제든지 대형 딜로 재개될 수 있다.

Fig. 18: 비만/당뇨 관련 파트너십 딜 추이



Source: DealForma, 다올투자증권

Fig. 19: GLP-1/GIP 타겟 치료제 R&D 파트너십 딜 추이



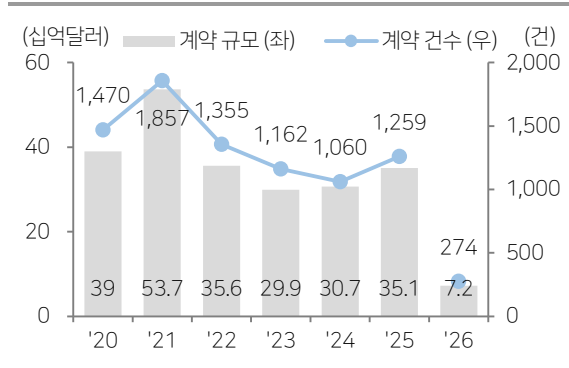
Source: DealForma, 다올투자증권

VC 투자 트렌드:  
후기 단계 자산  
쏠림과 선별 투자  
심화

글로벌 바이오파마 VC 거래 규모는 1Q26 기준 72억달러, 전 분기(101억달러) 대비 축소됐다. 거래 건수도 374건에서 274건으로 감소했다. 숫자만 보면 위축이지만, 방향은 오히려 선명해지고 있다. Exit 밸류는 3분기 연속 증가세를 이어가고 있으며, 후기 임상 자산을 보유한 기업들을 중심으로 미국 IPO 재개 신호가 나타나고 있다. 후기 단계 스타트업의 밸류에이션도 상승 중이다. 투자 전 기업가치(프리머니 밸류에이션) 중간값 기준으로 Early-stage(초기 단계) 4,600만달러, Late-stage(후기 단계) 8,300만달러, Venture growth(상장 전 단계) 3.3억달러 수준으로, 특히 후기 단계일수록 상승폭이 가파르다.

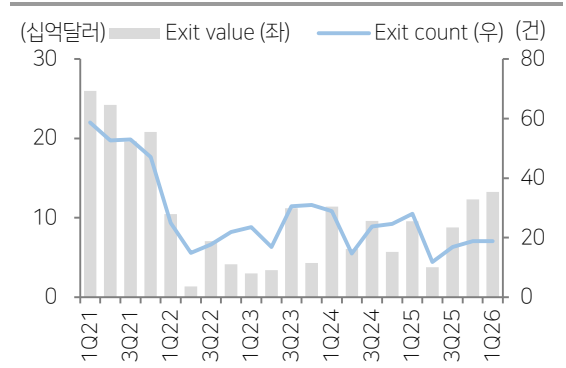
선별 투자는 더욱 심화되고 있다. VC 실사 주기가 길어지면서 확실한 임상 마일스톤과 빅파마 파트너십을 확보한 소수의 검증된 스타트업으로만 자금이 집중되고 있다.

Fig. 20: VC 딜 규모 및 건수 추이(1Q26 기준)



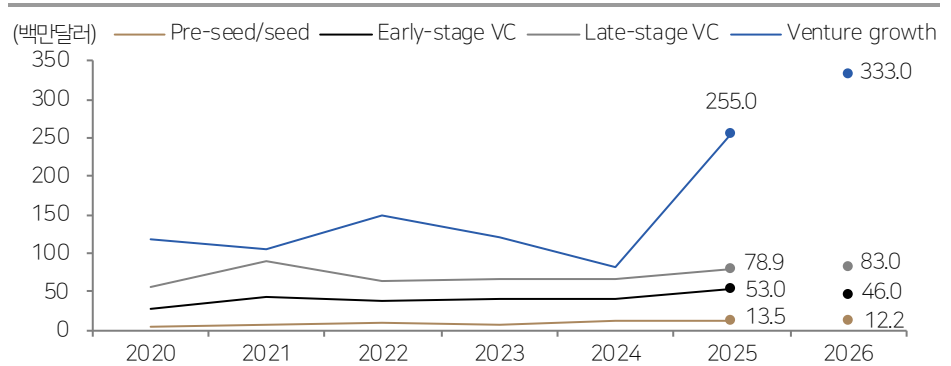
Source: PitchBook, 다음투자증권

Fig. 21: 분기별 VC Exit 밸류 추이



Source: PitchBook, 다음투자증권

Fig. 22: 바이오파마 VC 단계별 중간 프리머니 밸류에이션 추이



Source: PitchBook, 다음투자증권

## IV. 다음 블록버스터를 향한 빅파마의 선택

### IV-1. RNA: 만성질환에서 뇌 질환까지, 멈추지 않는 영토 확장

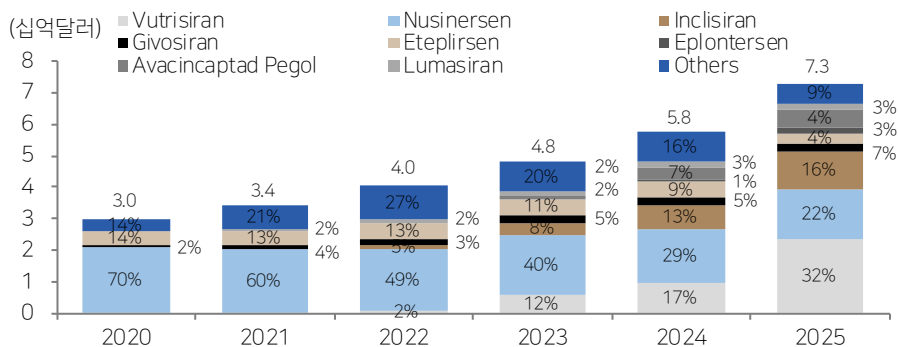
차세대 기술을 향한 자본 이동과 RNA의 부상

2022~2023년 ADC, 2024년 GLP-1, 2025년 이중항체가 시장을 지배했다면, 2026년은 다르다. 빅파마마다 찾는 것이 다르고, 베풀하는 곳도 다르다. 올해의 공통점은 테마가 아니라 방향이다. 기존의 틀을 벗어난 차세대 기술을 향해 자본이 움직이고 있다.

시장 외형 성장의 가속화와 파이프라인의 폭발적 확대

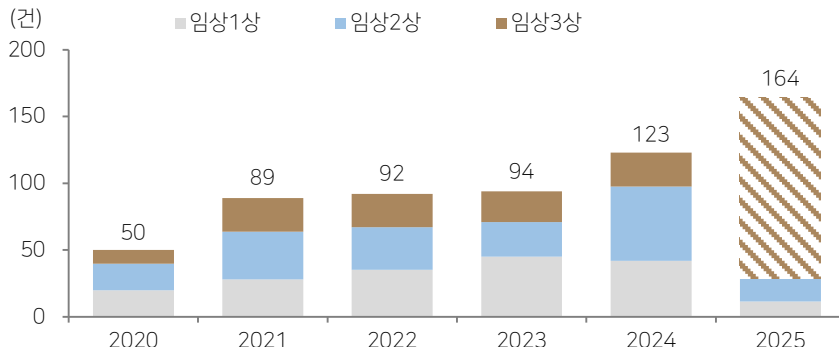
그 중심에 RNA 치료제가 있다. 전달 효율(Delivery), 체내 지속성(Durability), 대량 생산의 용이성(Manufacturability)이 핵심 경쟁력으로 부상하면서, 빅파마들은 RNA 모달리티 선점을 위한 투자를 본격화하고 있다. RNA 치료제 시장은 2025년 73억달러를 돌파하며 연평균 19% 성장세를 이어가고 있으며, 임상 시작 건수도 2020년 50건에서 2024년 123건으로 4년만에 2.5배 증가했다. 모달리티별로는 siRNA와 ASO 중심으로 개발이 이루어지고 있으며, 적응증은 심혈관/대사와 종양학 분야가 가장 높은 비중을 차지한다.

Fig. 23: RNA 치료제 시장 규모 및 주요 약물별 매출 비중



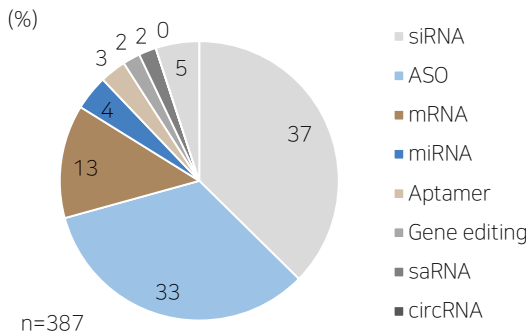
Source: IQVIA, 다올투자증권

Fig. 24: RNA 임상 시작 건수 추이



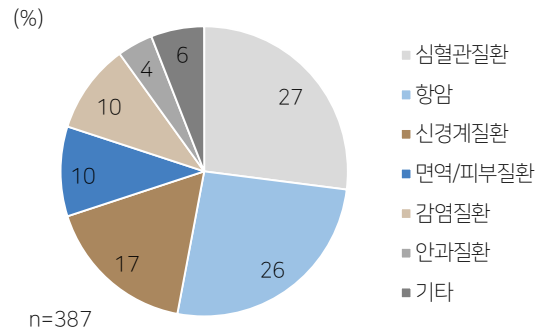
Source: IQVIA, 다올투자증권

Fig. 25: 모달리티별 임상 건수



Source: IQVIA, 다올투자증권  
Note: 중복 제거한 고유 에셋 기준

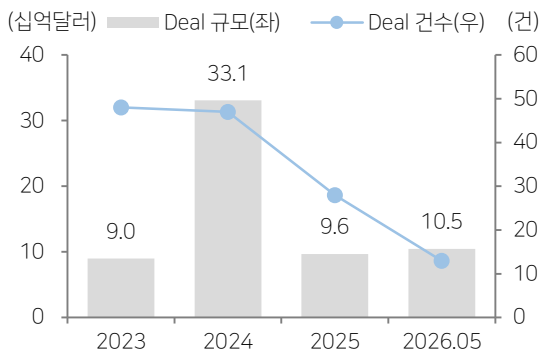
Fig. 26: 적응증별 임상 건수



Source: IQVIA, 다올투자증권  
Note: 중복 제거한 고유 에셋 기준

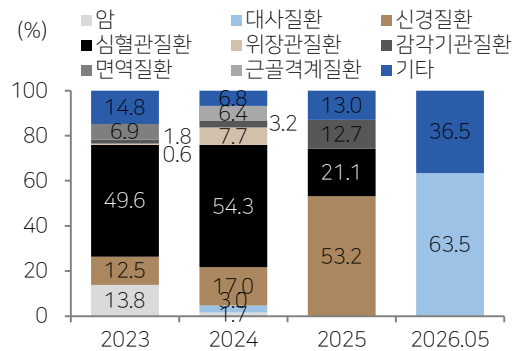
돌아온 RNA 딜 랠리, 임상 활동 증가와 함께 빅파마의 RNA 파트너십 딜도 증가하고 있다. 딜 규모는 만성질환 중심의 2024년 약 331억달러로 정점을 찍은 후 2025년 조정을 거쳐 2026년 들어 다시 포트폴리오 재편 반등하고 있다. 적응증은 장기 유지 치료가 가능한 만성질환 중심으로 재편되고 있다.

Fig. 27: RNA 치료제 기술이전 규모 및 건수 추이



Source: Evaluate Pharma, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 28: 기술이전된 RNA 치료제 적응증 비중



Source: Evaluate Pharma, Bloomberg, 다올투자증권

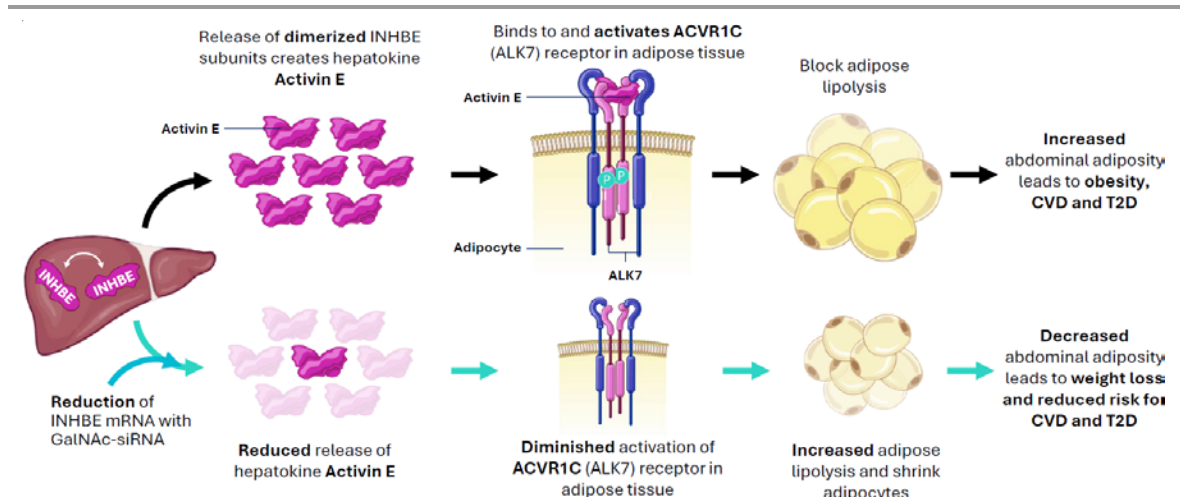
비만·대사: 근육을 지키는 차세대 기전(INHBE·ALK7)의 부상

비만·대사 영역에서는 단순 체중 감량을 넘어 근육 보존과 내장지방 감소라는 차별화된 기전이 주목받고 있다.

INHBE·ALK7 경로는 간에서 분비되는 Activin E가 지방세포의 ALK7 수용체에 결합해 지방 축적을 촉진하는 구조로, 이를 억제하면 내장지방 감소와 혈당 조절이 가능해진다. 기존 GLP-1 계열과 작용 경로가 달라 병용 시 시너지 가능성이 높다는 점이 주목받는 이유다.

현재 애로우헤드(ARO-INHBE), 웨이브 라이프사이언스(WVE-007), 올릭스(OLX501A) 등 국내외 기업들이 INHBE·ALK7 경로를 타겟으로 한 RNA 치료제를 개발 중이다. 초기 임상에서 PoC(개념 입증)가 확인된 만큼, GLP-1 계열을 보완하는 차세대 비만/대사 치료제로 빅파마의 파트너십 관심이 높아질 전망이다.

Fig. 29: Activin E-ALK7 결합: 지방 분해 억제 → 지방산 방출 감소 → 간 지방 축적 → 비만



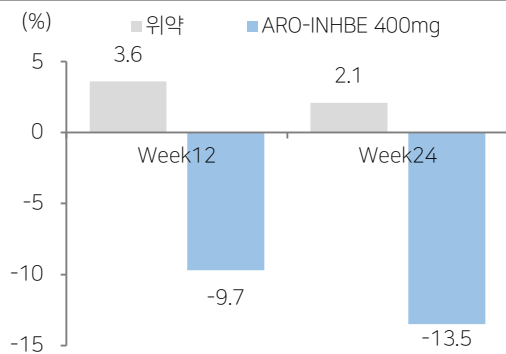
Source: Wave Life Science, 다올투자증권

애로우헤드 ARO-INHBE의 임상 성과 및 차별화 지표

애로우헤드의 ARO-INHBE는 단회 투여만으로도 16주차 내장지방 -9.9%, 반복 투여 시 24주차 -13.5% 감소를 확인했다. 쥬바운드(성분명: Tirzepatide)와의 병용 시 16주차 체중 감량 9.4%와 함께 근육 보존 및 내장·간 지방 감소 효과를 증명한 바 있다.

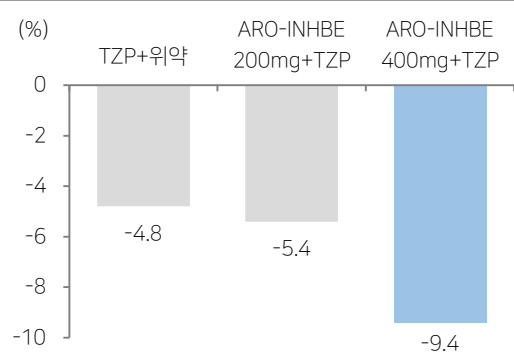
EASL(유럽간학회) 2026에서 발표된 임상1/2a상 중간 데이터에서는 비만 환자(제2형 당뇨병 동반 포함) 대상으로 단독요법 기준 위약 대비 간 지방(LFC) 44% 감소를 확인했다. 저용량 쥬바운드와 병용 시 내장지방·간 지방 감소 효과가 단독 대비 더 뚜렷했으며 12주차에서 24주차까지 효과가 지속됐다. 연 2회 투여 가능성으로 높은 투여 편의성이 기대된다.

Fig. 30: ARO-INHBE: 반복 투여, 내장지방 13.5% 감소



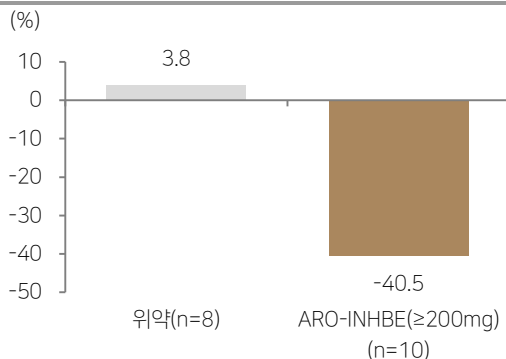
Source: Arrowhead, 다올투자증권

Fig. 31: ARO-INHBE+TZP 병용: 체중 감소율 9.4%



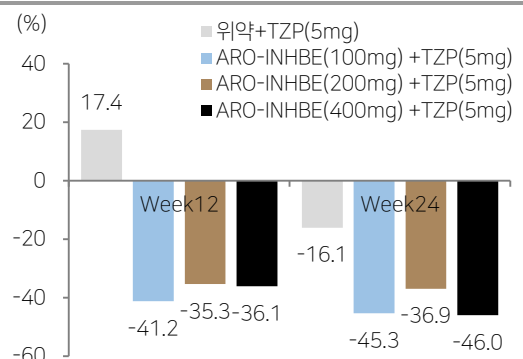
Source: Arrowhead, 다올투자증권

Fig. 32: ARO-INHBE 1/2a상(비만): 간 지방 40.5% 감소



Source: EASL 2026, Arrowhead, 다올투자증권

Fig. 33: ARO-INHBE+TZP 병용: 간 지방 46% 감소

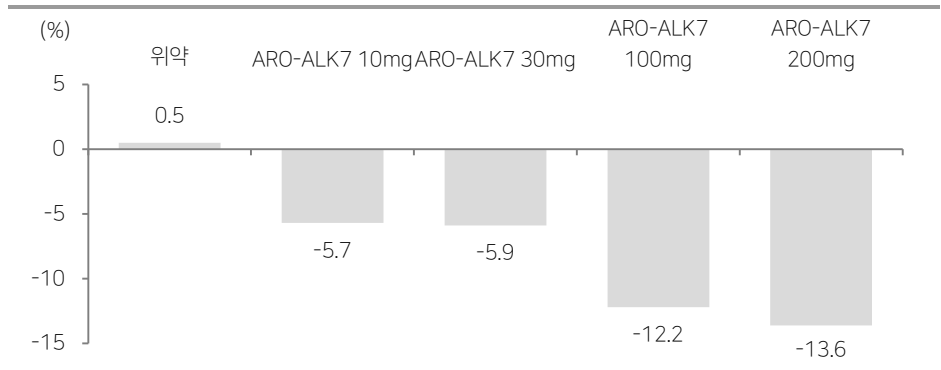


Source: EASL 2026, Arrowhead, 다올투자증권

ALK7 타겟 경쟁  
가속화와 RNA 기반  
MASH 딜 모멘텀

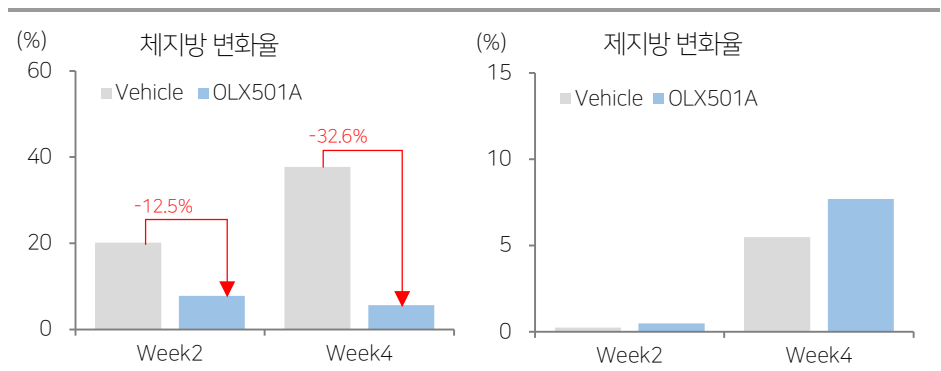
애로우헤드는 지방세포의 ALK7 수용체를 직접 억제하는 ARO-ALK7도 개발 중이다. 임상1/2a상 중간 결과에서 단회 투여 8주 시점 위약 대비 내장지방 -14.1% 감소를 확인했으며 연내 추가 데이터가 발표될 예정이다. 앨나이람(ALN-2232)도 같은 타겟으로 임상을 진행 중이며, 올릭스(OLX501A)는 전임상에서 체지방 32.6% 감소를 확인하고 2027년 임상1상 진입할 계획이다. 2026년 5월 마드리갈(Madrigal Pharmaceuticals)은 MASH 치료제 개발을 위해 애로우헤드의 PNPLA3 표적 ARO-PNPLA3 기술을 도입했다.

Fig. 34: ARO-ALK7 1/2a상: 단회 투여, 내장 지방 13.6% 감소



Source: Arrowhead, 다올투자증권

Fig. 35: OLX501A 마우스 모델: 지방 감소 + 근육 보존



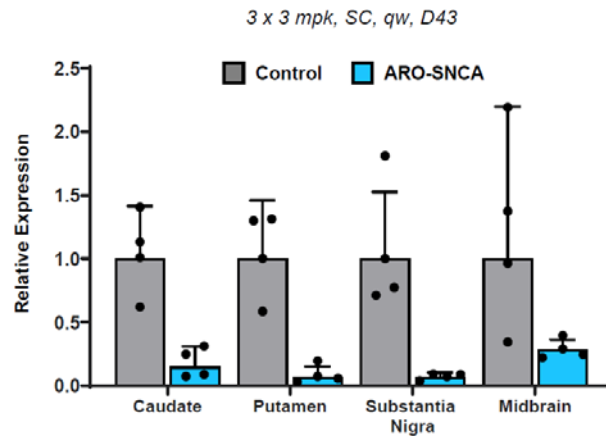
Source: 올릭스, 다올투자증권

뇌 질환 정복의 서막: CNS RNA 치료제의 투자 본격화

신경계 영역에서는 CNS(중추신경계) 전달 장벽이 점차 해소되면서 빅파마의 투자가 본격화되고 있다. 노바티스는 2025년 애로우헤드의 ARO-SNCA를 선급금 2억달러, 최대 20억달러 규모로 도입했다. ARO-SNCA는 파킨슨병의 핵심 병인인 알파-시누클레인(SNCA) 유전자를 타겟하는 siRNA로, 영장류 전임상에서 피하주사만으로 핵심 뇌 부위의 SNCA mRNA를 90% 이상 억제하며 높은 CNS 전달률을 입증했다. 이번 달은 빅파마의 CNS RNA 치료제 투자가 본격화되고 있음을 보여주는 신호탄으로 평가된다.

2026년 5월 바이오젠은 디라너센(diranersen) 임상2상 데이터 발표를 통해 RNA 기반 신경질환 치료의 가능성을 입증했다. 타우 mRNA에 직접 결합하는 ASO(antisense Oligonucleotide)인 디라너센은 임상2상에서 1차 평가지표(CDR-SB 용량 반응)는 미충족했으나, 모든 투여군에서 타우 병리 감소와 인지 기능 저하 지연이 확인됐다. 뇌 속 타우 단백질 감소와 실제 인지 기능 개선을 동시에 확인한 최초의 임상2상으로 평가되며, 바이오젠은 임상3상 진행을 결정했다. 세부 데이터는 AAIC(알츠하이머 국제학회; 7/12-15)에서 공개될 예정이다. 1차 평가지표는 미충족했지만, CNS에서도 RNA 치료제의 가능성이 임상으로 확인되기 시작했다는 점에서 주목할 만하다.

Fig. 36: ARO-SNCA 전임상(영장류): 뇌 부위별 mRNA 억제 효과. 90% 이상 억제



Source: Arrowhead, 다올투자증권

Note: Caudate(미상핵)·Putamen(피각)·Substantia Nigra(흑질)·Midbrain(중뇌)은 모두 파킨슨병의 핵심 병변 부위로, 도파민 신경세포가 밀집한 영역

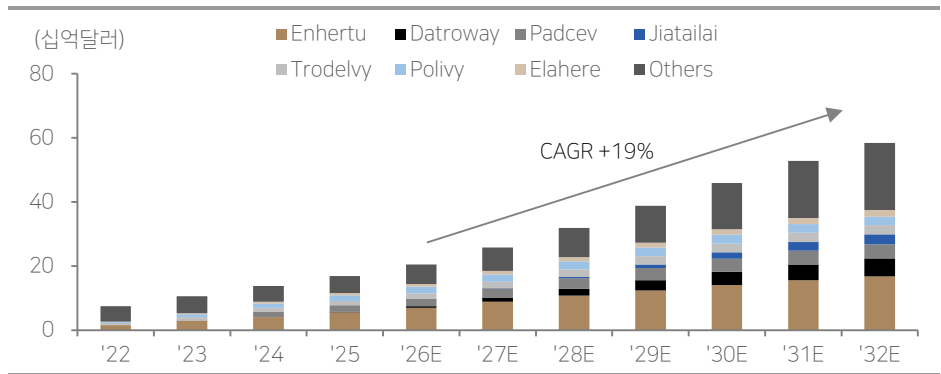
## IV-2. 차세대 ADC: 과열된 타겟을 넘어 기술 차별화로

글로벌 ADC 시장  
전망 및 타겟 다변화  
트렌드

항암제 시장에서 ADC는 여전히 뜨거운 개발 영역이다. 현재 미국에서 승인된 ADC는 14개에 불과하지만, 2026년부터 2032년까지 연평균 성장률은 19%로 전망되며 개발 파이프라인이 빠르게 확장되고 있다.

HER2, TROP2 등 주요 타겟에서 경쟁이 과열되면서 ADC 시장은 새로운 국면에 접어들고 있다. 기존 타겟은 기술력으로 차별화하고, 신규 타겟 발굴도 동시에 속도를 내고 있다.

Fig. 37: 글로벌 ADC 시장 규모

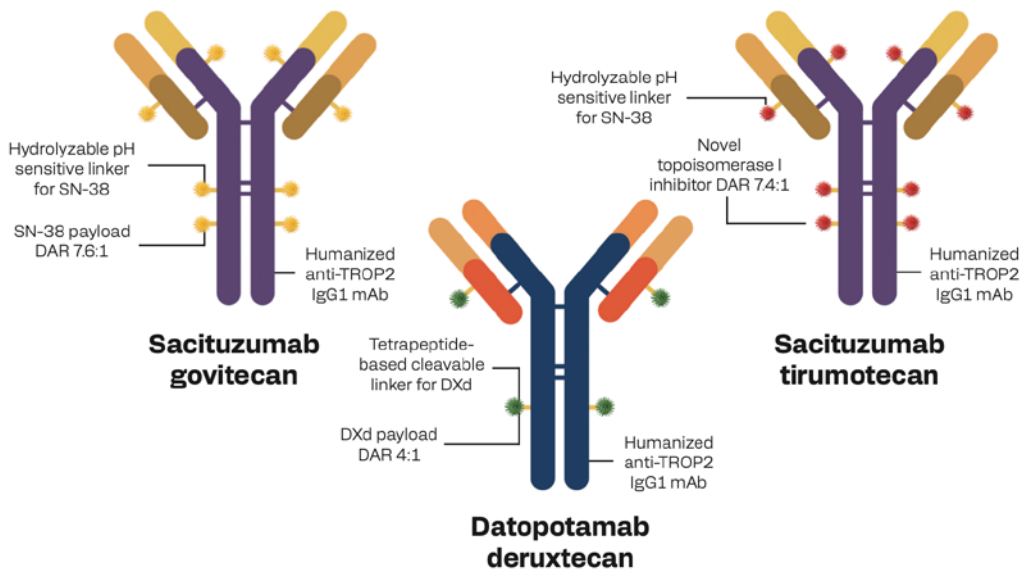


검증된 타겟의 재해석: Sac-TMT의 독창적 플랫폼 기술

Sac-TMT(사시투주맙 티루모테칸; MSD-켈론)는 기존 타겟이라도 기술력으로 경쟁 우위를 가져갈 수 있다는 걸 보여준 대표적인 사례다.

TROP2라는 이미 검증된 타겟을 쓰지만, 링커 기술에서 차별화를 보였다. 기존 TROP2 ADC는 혈액 속에서 링커가 일찍 끊어져 페이로드(세포 독성 물질)가 정상 세포에서도 방출되는 독성 문제가 있었는데, Sac-TMT는 혈중에서는 안정적으로 유지되다가 암세포 안에서만 페이로드가 방출되도록 설계된 이중 링커를 적용했다. 그 결과, 독성은 낮추고 종양 전달 효율은 높였다. 페이로드도 기존 TROP2 ADC들과 차별화된 신규 Topo I 억제제를 탑재했다.

Fig. 38: 삼중음성유방암(TNBC)에서 개발 중인 TROP2 타겟 ADC 구조 비교



Source: CancerNetwork: 3 Things You Should Know About TROP2 as a Therapeutic Target in Triple-Negative Breast Cancer, 다음투자증권  
 Note: ADC(항체-약물 접합체); DAR(약물-항체 비율); DXd(데록스테칸); IgG(면역글로불린 G); mAb(단일클론항체); TNBC(삼중음성유방암)

ASCO 2026: 3개 적응증에서 입증된 효능과 상업적 가치

이번 ASCO(미국 종양학회) 2026에서는 3개의 데이터가 공개되었다. PD-L1 양성 비소세포폐암 1차 치료 임상3상(OptiTROP-Lung05)에서 키트루다(성분명: pembrolizumab) 단독 대비 Sac-TMT 병용군의 PFS(무진행 생존기간)가 유의미하게 길었고(미도달 vs. 키트루다군 5.7개월), 질병 진행·사망 위험이 키트루다 단독 대비 65%(HR 0.35) 감소했다. ORR(객관적 반응률)도 70.2%로 키트루다군 42.0% 대비 우수했다. 다만 3등급 이상 부작용은 병용군 55.3%(vs. 키트루다 31.4%)로 독성 부담이 높은 편이었다. 시스플라틴 투여가 부적합한 진행성 요로상피암 환자 대상 임상2상(MK-2870-002)에서는 키트루다 병용 시 ORR 68%, mPFS(무진행 생존기간 중앙값) 11.2개월을 기록했다. 다만 이번 연구는 환자 수 40명의 소규모 임상2상으로 93%가 아시아인으로 구성되어 있어 다른 인종군에서의 추가 데이터가 필요할 전망이다.

다중 치료 경험이 있는 삼중음성유방암(TNBC) 환자 대상 임상3상(OptiTROP-Breast01)에서는 표준 화학요법 대비 질병 진행·사망 위험이 69%(HR 0.31) 감소하는 것이 확인되었다. 치료 옵션이 제한적인 다중 치료 경험 삼중음성유방암에서 나온 결과라는 점에서 임상적 의미가 크다.

Fig. 39: 삼중음성유방암 환자 대상 임상3상 유효성 데이터

결과 지표	Sac-TMT 4mg/kg + Pembrolizumab 400mg (n=26)	Sac-TMT 5mg/kg + Pembrolizumab 400mg (n=14)	전체 (N=40)
ORR, % (95% CI)	65 (44.3-82.8)	71 (41.9-91.6)	68 (50.9-81.4)
DCR, % (95% CI)	89 (69.8-97.6)	86 (57.2-98.2)	88 (73.2-95.8)
최고 반응, n (%)			
완전관해(CR)	0 (0)	1 (7)	1 (3)
부분관해(PR)	17 (65)	9 (64)	26 (65)
안정병변(SD)	6 (23)	2 (14)	8 (20)
진행병변(PD)	1 (4)	1 (7)	2 (5)
평가 없음	2 (8)	1 (7)	3 (8)
mDOR, 개월	15.4 (3.6-15.4)	NR (2.0-17.7+)	15.4
mPFS, 개월 (95% CI)	10.9 (5.7-NE)	NR (3.7-NE)	11.2 (5.8-NE)

Source: ASCO 2026, 다올투자증권

Note: ORR(객관적 반응률); DCR(질병 통제율); CR(완전 관해); PR(부분 관해); SD(안정 병변); PD(진행 병변); DoR(반응 지속기간); PFS(무진행 생존기간)

부인과 암의  
블루오션 B7-H4,  
가시화되는 임상 3상  
진입

신규 타겟으로는 B7-H4가 빠르게 부상하고 있다. 난소암·자궁내막암 등 부인과 종양에 광범위하게 과발현되는 반면 정상세포에서의 발현율은 낮아 독성 우려가 적다는 점이 강점이다. 화이자의 펠메타투그 베도틴(felmetatug vedotin)이 B7-H4 고발현 환자에서만 반응이 나타나는 한계로 2025년 초 개발이 중단되면서 GSK와 아스트라제네카가 B7-H4 ADC 개발의 핵심 주자로 남게 됐다. 두 개의 약물 모두 Topo1i 저해제(Topoisomerase I Inhibitor) 페이로드를 적용했다.

GSK의 Mo-Rez(모서타투그 레제테칸; mocertatug rezetecan)는 중국 한소제약으로부터 도입한 ADC로 글로벌 임상1상(BEHOLD-1)에서 백금 저항성 난소암 cORR(객관적 반응률) 62%, 재발성 자궁내막암 cORR 67%를 기록했다. B7-H4 발현율과 무관하게 반응이 일관됐다는 점에서 주목받으며 연내 5개 글로벌 임상3상 개시를 앞두고 있다. 아스트라제네카의 AZD8205(푸시타투그 삼로테칸; Puxitatug samrotecan)는 자궁내막암 임상1/2a상(BLUESTAR)에서 유의미한 반응률(고용량 기준 ORR 38.5%)을 확보한 후 글로벌 임상3상(Bluestar-Endometrial01)에 진입했다.

국내에서도 B7-H4 ADC 개발 경쟁에 가세하고 있다. 리가캠바이오는 넥스트큐어와 공동개발 중인 LNCB74의 글로벌 임상1상 중으로 2H26 초기 유효성 데이터 발표가 예상된다. GSK, 아스트라제네카와 달리 MMAE 페이로드를 적용했다는 점에서 차별화된 접근이다. 에이비엘바이오는 이중항체 ADC 포맷으로 B7-H4 타겟에 도전하고 있다.

Fig. 40: B7-H4 타겟 ADC 개발 현황

후보물질명 (성분명)	개발사	표적항원	페이로드 종류	주요 임상 결과 및 마일스톤
Mo-Rez (Mocertatug Rezetecan)	GSK / 한소제약	B7-H4	Topo1i 저해제	- 백금 저항성 난소암 cORR 62% - 자궁내막암 cORR 67% - 2026년 내 글로벌 3상 5개 개시 예정
AZD8205 (Puxitatug Samrotecan)	아스트라제네카	B7-H4	Topo1i 저해제	- 자궁내막암 ORR 38%(고용량) 수준 기반 3상 진입 - 1차 평가 완료 목표: 2028년
Felmetatug Vedotin (SGN-B7H4V)	화이자 (시젠)	B7-H4	MMAE	- 효능 불충분으로 인한 임상 개발 조기 중단 - 10억 달러 규모 자산 손상 처리
LCB41A (LNCB74)	리가캠바이오	B7-H4	MMAE	- NextCure와 공동개발, 1상 dose escalation 연구 환자 등록 진행 중 - 25년 11월 고용량 코호트 추가 승인 - 26년 하반기 임상진행 업데이트 공개 예정
ABL103	에이비엘바이오	B7-H4 x4-1BB	Topo1i 저해제 이중항체 ADC	- 26년 5월 미국 1상 첫 환자 투여 완료 - 27년 초기 임상데이터 발표 전망

Source: 각 사, 다올투자증권

광범위한 고형암 표적 B7-H3, 글로벌 빅파마의 3파전 본격화

B7-H4와 함께 B7-H3도 차세대 타겟으로 빠르게 부상하고 있다. B7-H3는 소세포폐암, 비소세포폐암, 육종, 유방암 등 더 광범위한 고형암에서 과발현되며 적응증 스펙트럼이 넓다는 점이 강점이다.

다이이피산코와 MSD가 공동 개발 중인 I-DXd(이피나타맙 데룩스테칸; Ifinatamab deruxtecان)는 B7-H3 타겟 ADC 중 가장 앞서 있는 약물로, 소세포폐암(SCLC) 임상2상에서 cORR 48.2%, mPFS 4.9개월을 기록했고, 전립선암, 식도암 등으로 적응증 확장 중이다. 2025년 8월 소세포폐암에 대해 FDA 혁신치료제(Breakthrough Therapy) 지정되어 현재 우선심사(Priority Review) 진행 중이다. FDA 승인 결정일(PDUFA)은 2026년 10월 10일이다. 다만 임상3상(IDeate-Lung02)에서 예상보다 높은 ILD(간질성 폐질환) 관련 사망이 보고되며 FDA 부분 임상중단을 받았으나 2026년 초 재개됐다. ILD는 DXd 페이로드 기반 ADC의 공통 리스크로 PDUFA 심사의 핵심변수로 남아있다.

한소제약의 HS-20093(리스부타톡 레제테칸; Risvutatug rezetecان)은 GSK가 글로벌 권리를 도입한 약물로 소세포폐암 cORR 52.3%, 육종 cORR 20%를 기록했으며 재발성 골육종에 대해 FDA 혁신치료제 지정을 받았다. 바이오엔텍/듀얼리티바이오의 BNT324/DB-1311은 전이성 거세저항성 전립선암(mCRPC) 대상 FDA 패스트트랙 지정을 받았으며, 다중 치료 경험 환자에서 cORR 34.5%, mPFS 11.3개월을 기록했다. 특히 방사성 리간드 치료(177Lu-PSMA-617) 이후 내성이 생긴 환자에서도 cORR 30%, DCR 100%를 보여 후속 치료 옵션으로서의 가능성을 입증했다.

Fig. 41: B7-H3 타겟 ADC 개발 현황

구분	I-DXd (Ifinatamab Deruxtecان) 다이이피산코/MSD	HS-20093 (Risvutatug Rezetecان) 한소제약/GSK	BNT324/DB-1311 바이오엔텍/ 듀얼리티바이오
Payload	Topo1i (DXd)	Topo1i (SN-38 계열)	Topo1i
주요 적응증	SCLC, NSCLC, mCRPC	SCLC, 육종, 골육종	mCRPC
개발 단계	SCLC 허가 심사 진행 중 기타 적응증 임상3상	임상2상	임상1/2상
주요 임상 결과	SCLC: cORR 48.2%, mPFS 4.9개월 전립선암: ORR 25%	SCLC: cORR 52.3% 육종: cORR 20%	mCRPC: cORR 34.5%, mPFS 11.3개월 Lu-PSMA 치료 후: cORR 30%, DCR 100%
규제 현황	FDA 혁신치료제 지정(2025.08) PDUFA: 2026.10.10	FDA 혁신치료제 지정 (재발성 골육종)	FDA 패스트트랙 지정 (mCRPC)
리스크	ILD 관련 사망으로 FDA 부분 임상중단 이력	초기 개발 단계	초기 개발 단계

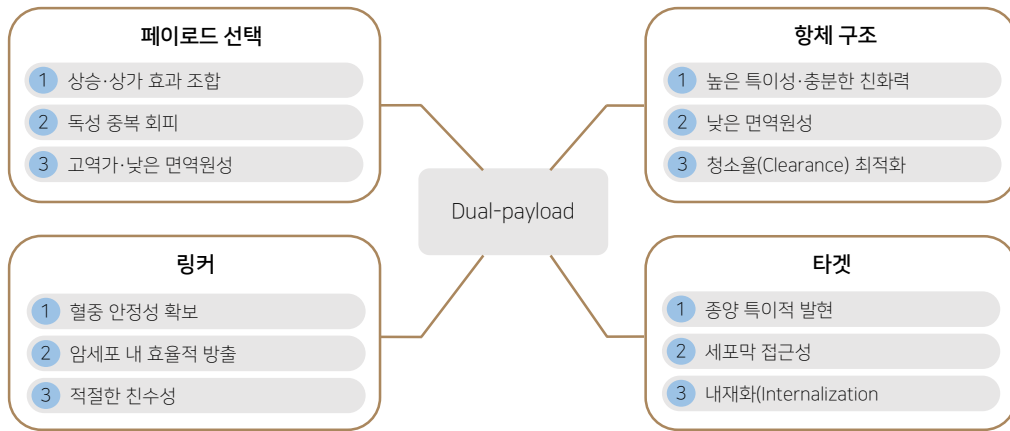
Source: 각 사, 다올투자증권

이중 페이로드(Dual-payload): 암세포 내성을 극복할 ADC의 차세대 병기

B7-H4, B7-H3 등 신규 타겟 발굴이 활발한 동시에, ADC 기술 자체도 빠르게 진화하고 있다. 기존 세포 독성 페이로드 중심에서 벗어나 페이로드 범위 자체가 확장되고 있다.

이중 페이로드 ADC(Dual-payload ADC)는 서로 다른 기전의 세포독성 물질을 하나의 항체에 동시에 탑재해 단일 약물에 내성이 생긴 암세포까지 사멸시킨다. 효과적인 이중 페이로드 ADC 설계를 위해서는 페이로드 선택, 항체 구조, 타겟, 링커 전 영역에 걸친 정밀한 최적화가 요구된다. 2025년 켈론-바이오텍(중국)의 KH815(TROP2 타겟)와 이노벤트(중국)의 IBI3020(CEACAM5 타겟)의 임상1상 개시를 시작으로 다수의 파이프라인이 빠르게 임상에 진입하고 있다. 국내에서는 큐리언트와 피노바이오, 셀트리온제약 등이 전임상 단계에서 이중 페이로드 ADC 개발 성과를 공개하고 있으며, 리가캠바이오와 에이비엘바이오도 후보물질 단계에서 연구를 진행 중이다.

Fig. 42: 이중 페이로드 ADC 설계 핵심 요소



Source: IQVIA, 다올투자증권

Fig. 43: 주요 이중 페이로드 ADC 파이프라인 개발 현황

약물명	개발사 (국가)	타겟	페이로드 조합	개발 단계	비고
CLIO-8221 (HMBD-802)	Callio Therapeutics (미국)	HER2	Exatecan + ATR 억제제	임상1상 (2026.03 첫환자)	엔허투 내성 극복 설계 Topo1i+DDR 저해 시너지
KH815	Kelun-Biotech 청두 Kanghong (중국)	TROP2	Topo1i + RNA Pol II 억제제	임상1상	전사·복제 이중 차단
CAN016	CanWell Biotech (중국)	HER2	Exatecan + MMAE	임상1/2상 (FDA·CDE IND 완료)	StarLinker™ 플랫폼 엔허투 내성모델 우월성 입증
IBI3020	Innovent 이노벤트 (중국)	CEACAM5	비공개 (이중 페이로드)	임상단계 진입	-
QP101	큐리언트 (한국)	HER2	CDK7i + TOP1i	전임상 시나픽스(론자)와 라이선스 계약	엔허투 대비 1/4 낮은 TOP1i로 내성모델에서 우월한 효능 세계 최초 CDK7i 이중페이로드
이중 페이로드 ADC 플랫폼	피노바이오 (한국)	미공개	PBX-7016 (자체개발 TOP1i) + MMAE	전임상	PINOT-ADC™ 플랫폼 단일 페이로드 대비 우수한 효력·안전성 확인
CTPH-03 CTPH-08	셀트리온제약 (한국)	TROP2 FRa	검증 세포독성 + 신규 페이로드	전임상	AACR 2025서 HER2 타겟 CTPH-02로 플랫폼 첫 공개 타겟 범위 확장 중
STRO-227	Sutro Biopharma (미국)	PTK7	Exatecan(DAR8) + MMAE(DAR2)	전임상 완료 (2026년말 IND 예정)	DAR10 고부하 설계 안전성 프로파일 확보
ARC-401	Araris 오츠카/타이호 (스위스)	Nectin-4	삼중 페이로드 (Triple-Payload)	전임상 (2026년 IND 예정)	오츠카 \$400M 인수 핵심 기술, 3가지 기전 동시 탑재

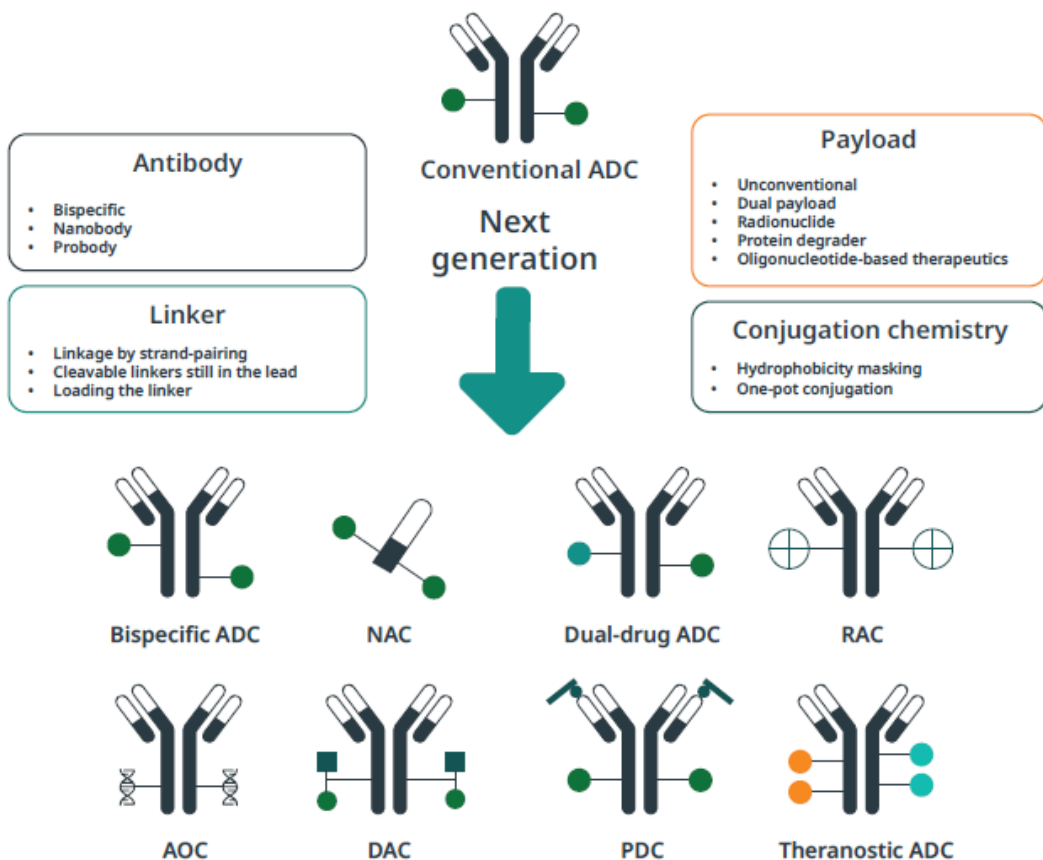
Source: 각 사, 다올투자증권

페이로드 다변화에 따른 차세대 ADC 플랫폼 트렌드

DAC(Degrader-Antibody Conjugate)은 기존 약물로는 타겟하기 어려웠던 단백질을 암세포 내부에서 직접 분해한다. AOC(Antibody-Oligonucleotide Conjugate)는 siRNA·ASO 등 핵산 치료제를 항체에 붙여 특정 조직까지 정밀하게 전달하는 개념으로, 기존에 간 이외 조직 전달이 어려웠던 핵산 약물의 한계를 극복한다.

페이로드가 달라질수록 혈중 안정성, 방출 타이밍, 표적 전달 효율 등 훨씬 복잡한 문제가 생긴다. 결국 링커와 컨주게이션(Conjugation; 접합) 기술이 상업화의 핵심 관문이 되는 이유다.

Fig. 44: 차세대 ADC의 다각화 방향



Source: IQVIA, 다올투자증권

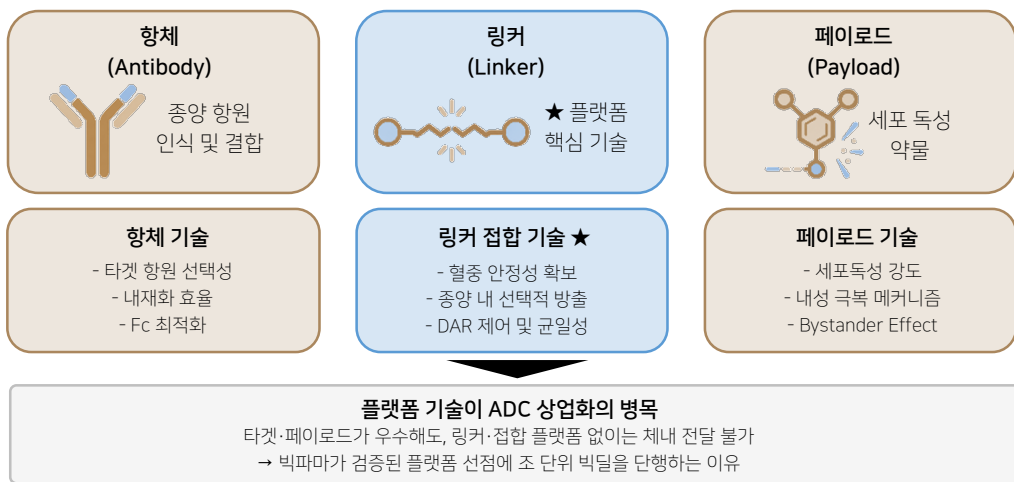
차세대 ADC의 진짜 승부처는 '플랫폼'

리가캠바이오의 ConjuAll은 종양 세포 내에서만 페이로드를 방출하는 고안정성 링커로 안센, 오노약품 등 빅파마와 대규모 계약을 체결했다. 론자(시나픽스)의 SYNtecand Topo1 억제제 기반 링커-페이로드 플랫폼으로 2026년 5월 BMS와 독점 라이선스 계약을 체결하며 원천 플랫폼 기업의 경쟁력을 다시 확인했다.

여기에 더해 화이자 역시 이노벤프(중국)와 선급금 6.5억달러(약 9,000억원)를 포함해 총 105억달러(약 14.4조원) 규모에 달하는 대형 플랫폼 라이선스 계약을 체결했다. 이번 계약은 이노벤프의 독자적인 발굴 엔진을 기반으로 차별화된 신규 페이로드가 탑재된 차세대 ADC 및 다중특이성 항체(Multi-specific Antibody) 등 총 12개의 초기 단계 항암 파이프라인을 공동 개발하는 구조다. 임상1상까지는 이노벤프의 빠른 임상 인프라를 활용하고 이후 글로벌 임상 및 상업화는 화이자의 주도로 속도를 올리는 전략이다.

타겟이나 페이로드가 아무리 좋아도 체내에서 안전하게 전달할 기술이 없다면 상업화는 불가능하다. 글로벌 빅파마들이 검증된 플랫폼과 초기 최적화 기술을 선점하기 위해 조 단위 빅딜을 연이어 단행하고 있는 만큼, 차세대 ADC 경쟁의 진짜 승부처는 플랫폼 기술력이라고 판단된다.

Fig. 45: ADC 구조와 플랫폼 기술의 역할



Source: 다올투자증권

### IV-3. 면역항암제 2.0: 이중항체가 여는 새로운 패러다임

단독요법의 한계 극복: 이중항체 중심의 패러다임 시프트

면역항암제 시장이 다시 활기를 띠고 있다. ICI(Immune Checkpoint Inhibitors; 면역관문억제제) 단독요법의 반응률이 30~40% 수준에서 정체되면서 차세대 전략에 대한 고민이 깊어졌고, 병용, 이중항체 방식이 임상에서 실질적인 성과를 내기 시작하면서 분위기가 바뀌고 있다. 방향은 크게 2가지다. 1)면역 브레이크 다중 차단(PD-1 x VEGF, PD-1 x CTLA-4 이중항체)와 2)T세포를 암세포로 직접 유도하는 T세포 이중항체(TCE; T-cell Engager)다.

PD-1 x VEGF 이중항체: ICI 단독 시대를 끝낼 이보네시맵과 11월 승인 모멘텀

#### PD-1 x VEGF 이중항체: 이보네시맵(Ivonescimab)

암세포는 주변에 비정상적인 혈관(VEGF; Vascular Endothelial Growth Factor)을 만들어 면역세포의 침투를 막는 방어벽을 설립한다. PD-1과 VEGF를 동시에 차단하는 이중항체는 이 혈관 방어벽을 무력화(정상화)함으로써 면역세포(CD8+ T세포)의 암세포 내부 침투력을 극대화하는 시너지를 낸다.

아케소/서밋 테라퓨틱스의 이보네시맵(Ivonescimab)은 이 기전을 임상으로 증명한 선두주자다. PD-1 억제제(티스렐리주맵; tislelizumab)+항암화학제 병용요법과 비교한 편평 비소세포폐암(NSCLC) 1차 치료 임상3상(HARMONi-6)에서 mPFS 11.1개월(vs. 대조군 6.9개월), 반응지속기간 11.2개월(vs. 대조군 8.4개월)을 기록했으며 질병 진행 및 사망 위험을 40% 감소시켰다(HR 0.60). PD-1 발현율과 무관하게 PFS 개선이 일관됐다는 점도 주목할만하다. ASCO 2026 플레너리 세션에서는 OS(전체 생존기간) 데이터도 공개됐다. mOS 27.9개월(vs. 대조군 23.7개월; HR 0.66)로 사망 위험을 34% 감소시켰다. 한편 EGFR 변이 비소세포폐암 2차 치료제(3세대 TKI 치료 후 진행) 적응증으로 FDA 품목 허가 신청했으며 PDUFA date(허가 심사 목표일)는 2026년 11월 14일이다.

이중항체 경쟁도 본격화되고 있다. 바이오엔텍/BMS의 푸미타미그(Pumitamig; BNT327)는 ASCO 2026에서 1차 비소세포폐암 대상 임상2상(ROSETTA Lung-02) 데이터를 발표했다. 40명의 환자에서 ORR 70%, DCR 100%를 기록했으며 현재 키트루다+항암화학요법과의 직접 비교 임상3상이 진행 중이다.

Fig. 46: PD-1 x VEGF 이중항체 비교

약물명	임상시험	대상 환자군	주요 효능 지표	안전성 프로파일	규제 현황
이보네시맙 (Ivonescimab) Akeso/Summit	HARMONi (임상3상)	EGFR 변이 NSCLC (3세대 TKI 치료 후 진행)	mPFS 6.8개월 vs. 대조군 4.4개월 (HR 0.52, p<0.0001)	Grade ≥3 irAE 이중항체군 9.6% vs. 대조군 6.0%	FDA BLA 파일링 완료 PDUFA: 2026.11.14
이보네시맙 (Ivonescimab) Akeso/Summit	HARMONi- 6 (임상3상)	1차 편평 비소세포폐암 (sq-NSCLC)	mPFS 11.1개월 vs. tislelizumab군 6.9개월 (HR 0.60, p=0.0001) DoR 11.2개월 vs. 8.4개월 mOS 27.9개월 vs. 23.7개월 PD-L1 발현을 무관하게 일관된 PFS/OS 개선	전반적 이상반응은 기존 단일제 병용군과 유사 예상 범주의 혈전·출혈 이벤트	ASCO 2026 플레너리(LBA4) OS 데이터 최초 공개
퓨미타미그 (Pumitamidg) BioNTech/BMS	ROSETTA Lung-02 (임상2/3상, 2상 결과)	1차 NSCLC (전체 PD-L1 발현군)	ORR 70.0%, DCR 100% 저용량군(1400mg) 기준 비편평 ORR 72.7%, 편평 ORR 81.8% PD-L1 음성에서도 반응 확인	Grade ≥3 TRAE 44.2% (약물 관련 18.6%) 치료 중단을 4.7%	글로벌 임상3상 진행 중 (펨브롤리주맙+항암화학요법 직접 비교)
LM-299 (MSD / 라노바)	임상 1상	진행성 고형암	임상 초기 단계로 추후 데이터 확인 필요	임상 초기 단계로 추후 프로파일 확인 필요	중국에서 임상 1상 진행 중 라노바메디신으로부터 32억 8,800만 달러 규모 글로벌 독점 라이선스 인(L/I)
IMM2510 (인스틸바이오)	전임상 및 초기 임상	여러 고형암	전임상 및 초기 연구 단계 데이터 검증 중	초기 임상 단계로 추후 프로파일 확인 필요	VEGF-A 포함 다수의 VEGF 리간드 결합 ADCC 활성으로 종양 살상 효과 강화 및 PD-1 억제제 실패 환자 대상 효과 확인
CR-001 (글리코미메틱스)	전임상 완료	고형암 타깃 예정	전임상 데이터 검증 완료	임상 진입 후 프로파일 확인 필요	임상 1상 진입 예정 2027년까지 임상 개발 완료를 목표로 서포트 진행 중
젠키스토믹 (오티모파마)	임상1/2a상	고형암	임상1/2a상 진행 중	임상 진행에 따른 안전성 데이터 추적 중	2028년 12월 1차 평가 종료

Source: 각 사, ASCO 2026, 다올투자증권

고형암의 한계를  
 깨는 차세대  
 기전(MoA)의 진화

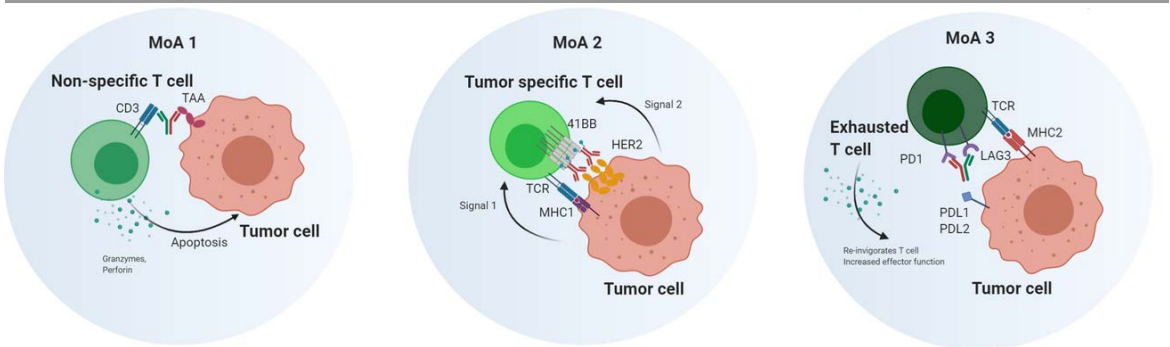
**T세포 이중항체(TCE): 혈액암을 넘어 고형암, 자가면역으로**

TCE(T-cell Engager)는 세포독성 T세포와 암세포를 직접 연결해 암세포를 공격하도록 유도하는 이중항체다. 기존 면역관문억제제(ICI)가 T세포가 스스로 암세포를 인식할 때까지 기다리는 방식이라면, TCE는 T세포를 암세포 바로 옆으로 강제로 데려가 싸우게 만드는 개념이다. 덕분에 면역세포가 잘 침투하지 못하는 Cold tumor에서도 효과를 낼 수 있다.

혈액암에서는 암젠의 블리나투모맵(Blinatumomab; CD19 x CD3) 등이 이미 표준치료를 바꾸며 TCE의 가능성을 입증했다. CD19은 B세포 혈액암 표면에 특이적으로 발현되는 단백질로, 정상 세포와의 구별이 비교적 명확해 TCE가 효과를 내기 좋은 조건이다. 그러나 고형암에서는 얘기가 달랐다. 암 조직이 면역세포의 침투를 막는 환경을 만들고, 정상 세포에도 같은 항원이 발현돼 독성 문제가 생기며, T세포를 과도하게 자극해 사이토카인 방출(CRS; Cytokine Release Syndrome)을 일으키는 등 장벽이 있었다. 이 때문에 고형암에서 TCE 반응률은 15% 수준에 그쳤다.

이러한 TCE의 한계를 극복하기 위해 다양한 설계가 시도되고 있다. T세포를 단순히 암세포 옆으로 끌고 오는 방식(MoA 1)을 넘어, 종양 특이적 T세포에 추가적인 활성화 신호를 주는 방식(MoA 2)이나, 고형암 주변 환경에서 T세포가 지치는 것을 막기 위해 면역관문억제제를 병용하거나 기능을 결합하는 방식(MoA 3) 등이 연구되면서 반응률이 크게 개선되고 있다.

Fig. 47: TCE(T-cell Engager)의 진화 형태 및 작용 기전 비교



Source: Mechanistic Quantitative Pharmacology Strategies for the Early Clinical Development of Bispecific Antibodies in Oncology, 다올투자증권

소세포폐암의 새로운 표준, 가시화되는 차세대 TCE 병용요법의 시너지

이러한 차세대 기전 설계 중 가장 먼저 고행암에서 실질적인 성과를 보인 것은 암젠의 탈라타맵(Tarlatamab; DLL3 x CD3)이다. 소세포폐암에서 화학요법 대비 OS(전체 생존기간) 13.6개월(vs. 대조군 8.3개월), 질병 진행 및 사망 감소율 40%(HR 0.60)를 기록해 2024년 FDA 가속승인, 2025년 11월 정식 승인을 획득했다. 고행암 최초 TCE 승인이자, 기존 면역관문억제제(ICI)가 효과를 내기 어려웠던 소세포폐암에서 TCE가 새로운 표준치료로 자리잡은 것이다.

ASCO 2026에서는 차세대 DLL3 TCE인 오브릭스타미그(Obrixtamig; 베링거 인겔하임)이 주목받았다. 확장기 소세포폐암(ES-SCLC) 환자에게 표준 화학항암제+PD-L1 면역관문억제제 티센트릭(성분명: 아테졸리주맵; 로슈)에 오브릭스타맵을 추가한 삼중요법 임상1상(DAREON-8)에서 ORR(객관적 반응률) 73%, DCR(질병통제율) 91%를 기록했다. 반응지속기간은 아직 중앙값에 도달하지 않아 효과가 얼마나 오래 지속될지 기대를 모으고 있다. CRS(사이토카인 방출)가 57%에서 발생했으나 대부분 경증이었고 독성으로 인한 투약 중단은 1건에 불과해 병용 가능성도 확인됐다.

Fig. 48: 오브릭스타미그 임상1상 데이터(ASCO 2026)

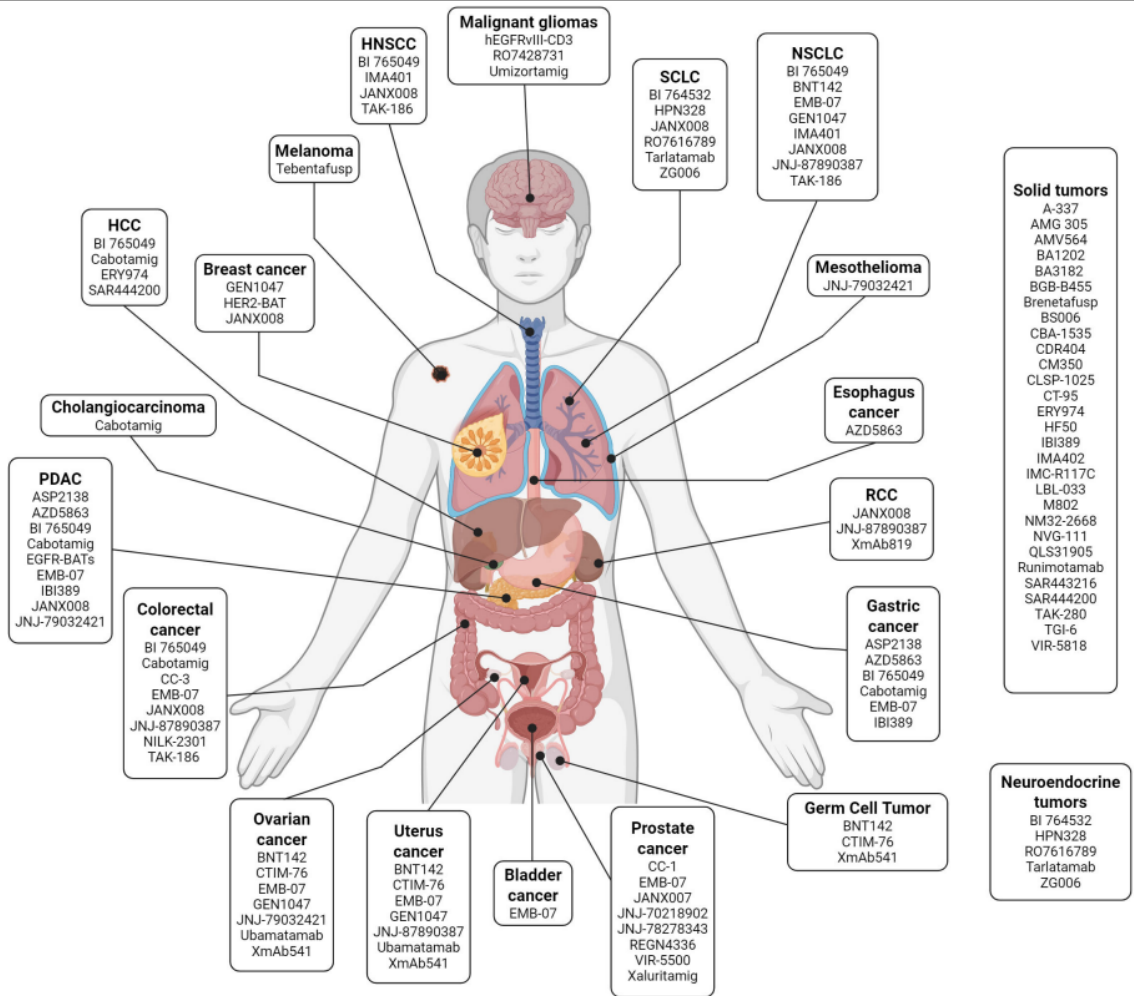
항목	오브릭스타미그(DAREON-8 임상1상)
타겟 및 모달리티	DLL3 x CD3 T세포 이종항체(T-cell Engager)
대상 적응증	확장기 소세포폐암 1차 치료(1L ES-SCLC)
투여 요법	표준 화학요법(카보플라틴+에토포시드) + 아테졸리주맵(PD-L1 억제제) 병용 유도요법 후, 오브릭스타맵 + 아테졸리주맵 유지요법
환자 수 (N)	총 44명(이 중 60mg 코호트 29명)
효능 (Efficacy)	- 전체 확인된 ORR(객관적 반응률): 73%(CR 7%, PR 66%) (60mg 코호트 단독 ORR은 76%; CR 10%, PR 66%)
	- DCR(질병통제율): 91%
	- mDoR/mPFS(반응지속기간/무진행생존기간 중앙값): 아직 도달하지 않음(NR)
	- PFS(무진행생존율): 6개월 시점 78%, 9개월 시점 62%
안전성 (Safety)	- 안전성 프로파일: 각 단일 약물의 기존 데이터와 일치(3등급 이상 AE는 주로 화학요법 연관)
	- CRS(사이토카인 방출 증후군) 발생률: 57%(오브릭스타맵 관련 가장 흔한 부작용)
	- 독성으로 인한 투약 중단: 오브릭스타맵 관련 이상반응으로 인한 중단은 단 1건

Source: ASCO 2026, 다올투자증권

고형암 TCE의 적응증 확대 및 글로벌 임상 3상 동향

고형암 TCE의 다음 챕터는 폐암을 넘어 전립선암, 두경부암으로 확장되고 있다. 전립선암에서는 암젠의 잘루리티미그(Xaluritamig; STEAP1 x CD3)와 안센의 파스리타미그(Pasritamig; KLK2 x CD3)이, 두경부암에서는 메루스의 페토셈타맵(Petosemtamab; EGFR x LGR5)이 임상3상을 진행 중이다. 아직 결과는 나오지 않았지만 임상1/2상에서 유의미한 반응을 확인하고 곧바로 임상3상에 진입했다는 점에서 기대가 크다.

Fig. 49: 고형암 전 영역으로 확장되는 TCE 개발 파이프라인



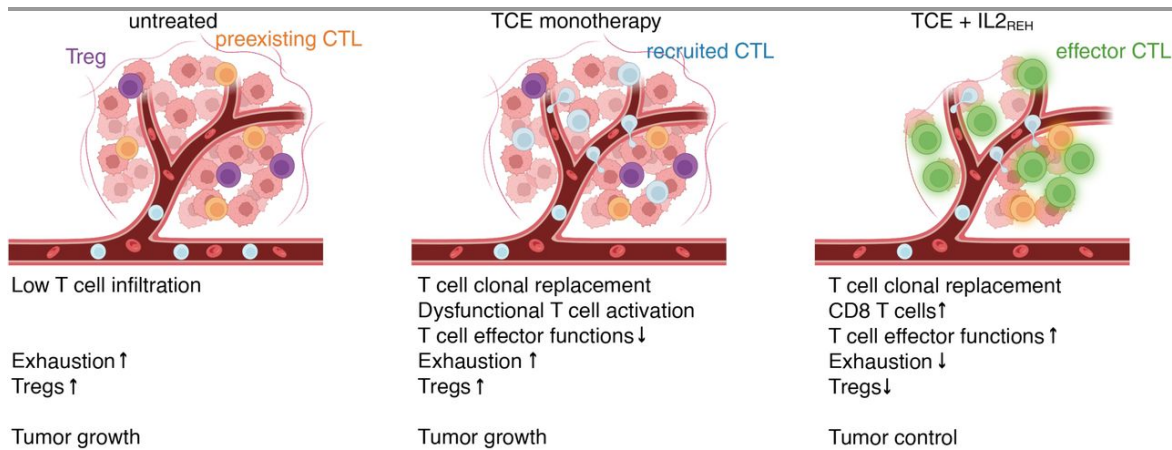
Source: Frontiers: Current landscape of T-cell engagers in early-phase clinical development in solid cancers, 다올투자증권

고형암 TCE의 남은 과제: T세포 고갈 극복과 in vivo mRNA 플랫폼의 부상

그러나 여전히 고형암 TCE에서는 풀어야 할 숙제가 있다. 바로 암 조직 안에 오래 머물면 T세포가 지쳐 제 기능을 잃는 고갈(exhaustion) 문제다. 혈액암과 달리 고형암은 종양 주변 환경이 면역세포를 억제하도록 설계되어 있어 TCE로 T세포를 끌고왔더라도 지속적인 전투력을 유지하기 어렵다. 이를 해결하기 위해 TCE와 IL-2 계열 면역 사이토카인을 병용해 T세포에 추가적인 활성화 신호를 공급하는 전략이 유력한 해법으로 주목받고 있다.

In vivo mRNA-TCE는 최근 주목받는 In vivo CAR-T와 종종 혼동되지만 개념이 다르다. In vivo CAR-T가 체내에서 T세포 자체를 직접 CAR-T로 전환하는 세포 치료제라면, In vivo mRNA-TCE는 mRNA를 주입해 몸이 TCE 항체를 스스로 만들도록 하는 방식으로 항체 치료제에 가깝다. 바이오엔텍의 BNT142 (CLDN6×CD3)가 ASCO 2025에서 플랫폼 가능성을 확인했으나, 효능 측면에서는 아직 개선이 필요한 초기 단계다. 다만 복잡한 제조 공정 없이 체내에서 필요한 만큼 생산한다는 개념 자체는 유효하며, 용량 최적화와 병용 전략이 더해지면 중장기적으로 주목할 만한 플랫폼이 될 수 있다.

Fig. 50: TCE 단독 vs. TCE+IL-2 병용: 종양 미세환경 내 T세포 반응 비교



Source: Bispecific T cell engagers control solid tumors through clonal replacement and IL2-driven effector differentiation of CD8 T cells, [다올투자증권](#)

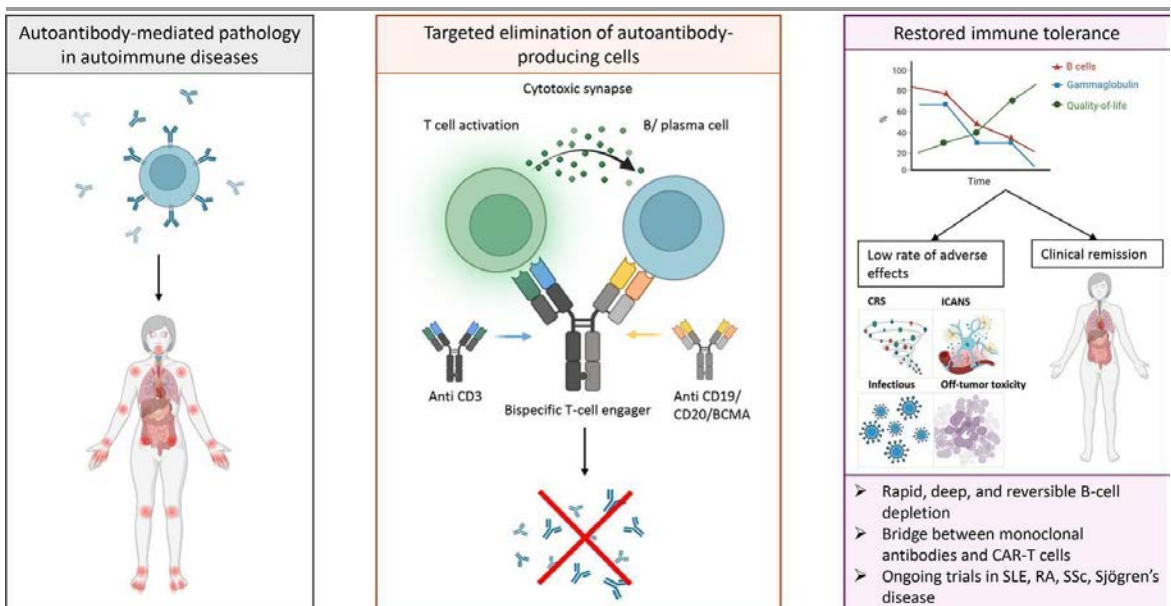
항암을 넘어  
자가면역으로: '면역  
리셋(Immune  
Reset)'을 향한  
빅파마의 배팅

TCE의 잠재력은 항암을 넘어 자가면역질환으로도 확장되고 있다. 기존 치료제로 조절되지 않는 난치성 자가면역질환에서 TCE가 병을 유발하는 B세포와 형질세포를 근본적으로 제거하는 '면역 리셋(Immune Reset)' 전략으로 주목받고 있기 때문이다. 혈액암 치료제로 개발된 블리나투모맙(Blinatumomab; CD19 x CD3)은 난치성 자가면역질환에서도 자가항체 감소와 증상 개선을 보이며 항암 기전이 자가면역에도 효과를 낼 수 있다는 것이 확인됐다.

빅파마들의 배팅도 이어지고 있다. 길리어드는 2026년 4월 BCMA×CD3 TCE를 보유한 오로 메디슨을 20억 달러에 인수했다. 단 1회 치료만으로 장기간 약을 끊어도 병이 재발하지 않는 가능성을 확인한 약물로, B세포를 일시적으로 억제하는 기존 치료와 달리 면역 체계를 리셋한다는 개념이다. 사노피는 CD3 x CD19 x BCMA 삼중특이성 TCE KT501을 최대 12억 달러에 도입했고, UCB는 Candid Therapeutics를 최대 22억달러에 인수해 시주타미그(Cizutamig; BCMA x CD3)를 확보했다. 시주타미그는 루푸스, 류마티스 관절염, 중증 근무력증 등 10개 이상 적응증을 대상으로 임상1상을 진행 중이다.

혈액암에서 검증된 기전이 자가면역까지 확장된다는 것은 TCE가 단순한 항암제를 넘어 하나의 플랫폼 기술로 자리잡고 있음을 보여준다.

Fig. 51: T세포 이중항체(TCE): B세포 제거를 통한 면역 리셋 메커니즘



Source: ScienceDirect: Bispecific T-cell engagers in autoimmune diseases: mechanisms of action, clinical evidence challenges, and therapeutic perspectives, 다올투자증권

## V. 결론 및 투자 전략: '가시성'의 시대로

양극화의 심화: 단순 L/O가 아닌 계약의 질(Quality)이 시총을 가른다

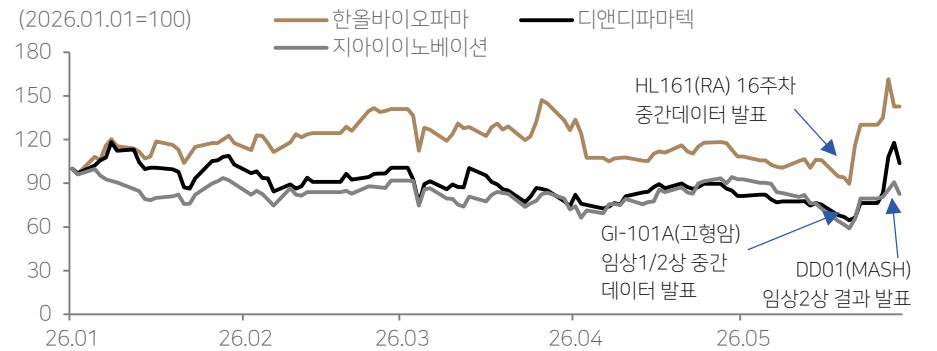
과거 기술수출 계약의 체결 유무만으로 시가총액이 급등하던 시대는 지났다. 파트너사의 tier, 선급금 규모, 마일스톤 구조, 적응증 확장성에 따라 동일한 L/O 이벤트라도 시가총액 반응이 크게 달라지고 있으며, 계약 규모가 아무리 커도 임상 실패가 반복되면 플랫폼 신뢰도 자체가 훼손되는 만큼, 임상 리스크에 대한 지속적인 점검이 필요하다.

중국 바이오텍의 부상으로 ADC, 이중항체, BBB 셔틀 등 국내 기업들의 핵심 모달리티에서 경쟁이 심화되고 있다. 다만 리가켄(ConjuAll), 에이비엘(Grabody-B) 등은 이미 빅파마 트랙레코드를 확보한 만큼 차별화된 포지션을 유지하고 있다. 빅파마의 외부 자산 확보 수요가 확대될수록 검증된 플랫폼 보유 기업에 대한 파트너십 기회도 함께 열릴 전망이다.

투자 패러다임 변화: '기대감'보다 '실제 데이터의 증명'

7월 이후 주요 학회 이벤트가 부재한 비수기 구간에 접어드는 만큼 당분간 섹터 부진은 이어질 수 있다. 그러나 국내 제약/바이오 업종은 펀더멘털 대비 과도하게 조정된 구간으로, 대형 L/O나 임상 데이터 서프라이즈가 촉매로 작용할 경우 언제든지 빠른 반등이 가능하다. 한올바이오파마와 디앤디파마텍, 지아이이노베이션의 사례에서 확인됐듯, 기대감이 주가에 충분히 반영되지 않은 상태에서 긍정적 임상 결과가 나올 경우 주가 반응이 빠르고 크다. 지금은 이 반등 국면을 대비한 포트폴리오를 미리 구성해두는 전략이 유효한 시점이다.

Fig. 52: 주가 선반영 없이 긍정적 데이터 발표 시 주가 반응 사례



Source: Quantwise, 다올투자증권

하반기 선별적 투자 전략 하반기 선별적 투자 전략은 두 가지 축으로 압축된다. 첫째는 이미 다수의 트랙 레코드로 검증된 기술력을 바탕으로 대형 플랫폼 L/O 가시성이 높거나, 임상 진척이 주가에 아직 선반영되지 않은 기업(리가캠바이오, 에이비엘바이오, 올릭스, 애플론 등)이 해당된다. 둘째는 긍정적 임상 데이터로 가시성을 이미 확보했음에도 섹터 전반의 투자심리 위축으로 주가가 일시적으로 눌려있어, 하반기 후속 L/O 모멘텀을 보유한 기업(알지노믹스, 디앤디파마텍)이다.

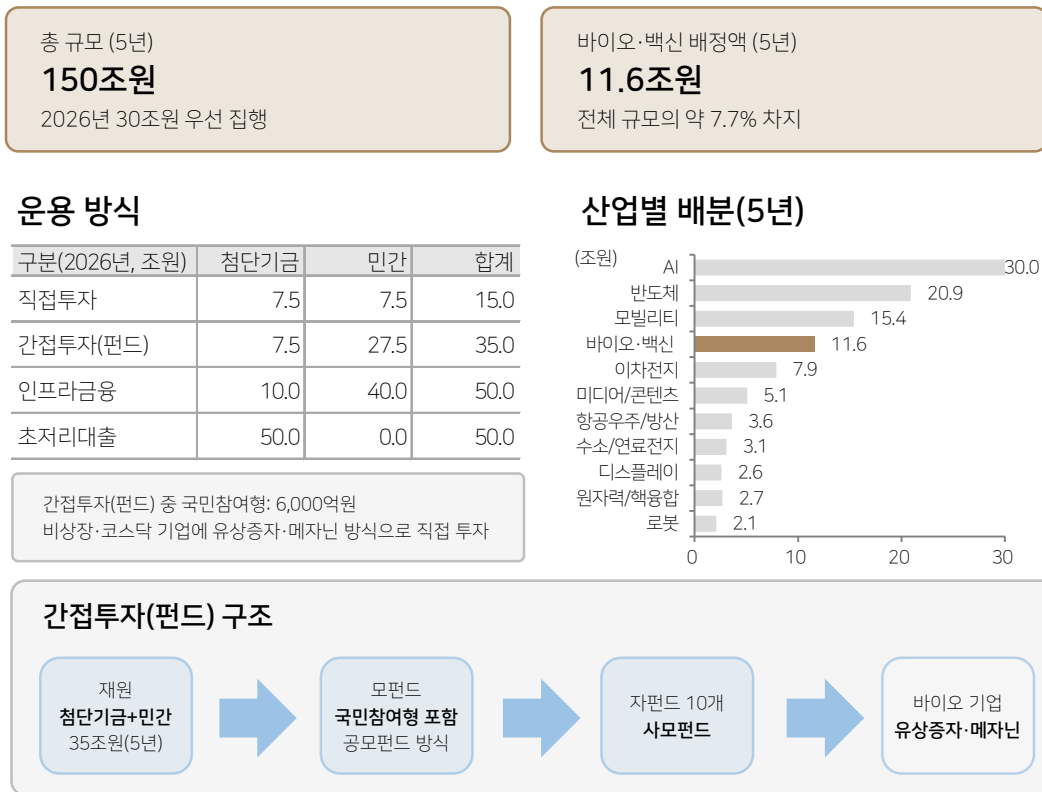
Fig. 53: 국내 기업 투자포인트, 2H26 모멘텀 정리 테이블

기업	리가캠바이오	에이비엘바이오	올릭스
투자의견	BUY	BUY	BUY
적정주가	240,000원 (유지)	240,000원 (하향)	Not Rated (유지)
증가 (시가총액)	146,000원 (54,345억원)	111,900원 (62,650억원)	172,800원 (35,079억원)
상승여력	63.5%	114.5%	N/A
투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ADC 적용 영역이 후방 치료에서 1차 치료로 확대, TROP2·B7-H4 등 주요 타겟 ADC 가치 재평가</li> <li>- 글로벌 빅파마 ADC 플랫폼 확보 경쟁 지속, ConjuALL 가치 부각</li> <li>- Bio Best 전략 기반 BCMA ADC 전임상 성과 확인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 디날리의 MPSII 치료제 FDA 승인, BBB 셔틀 플랫폼 상업성 검증</li> <li>- Grabody-B 근육, 심장, 폐 등 다양한 조직까지 적용 범위 확장, 기술이전 논의 범위 확대 전망</li> <li>- ABL111, 토베시미그 등 주요 항암 파이프라인의 임상 유효성 입증</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OASIS 플랫폼 경쟁력을 릴리·한소제약항 L/O 및 로레알 그룹(BOLD)의 전략적 지분투자 유치로 입증</li> <li>- OLX702A는 2H26 마일스톤 및 추가 옵션 행사 기대감</li> <li>- CNS, 섬유화질환 등 다수의 파이프라인 기반 기업 가치 재평가 여력 존재</li> </ul>
2H26년 모멘텀	<ul style="list-style-type: none"> <li>- LCB14 중국 임상3상 및 글로벌 임상1b상 결과 발표(ESMO)</li> <li>- LCB74 임상1a상 결과 발표</li> <li>- LCB71 임상1b상 결과 발표</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연내 토베시미그(ABL001)의 BLA 제출 및 '27년 미국 내 승인 목표</li> <li>- ABL111 임상1b상, ABL501 임상1상 데이터 발표(ESMO)</li> <li>- 연내 ABL111 임상3상 IND 신청</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OLX702A 임상1상 완료, 마일스톤 유입 가능성 존재</li> <li>- OL2104C 임상1b 데이터 공개 예상</li> <li>- 6월 OLX501A 영장류 데이터 발표</li> </ul>
기업	디앤디파마텍	알지노믹스	애플론
투자의견	BUY	BUY	BUY
적정주가	Not Rated (유지)	Not Rated (신규)	Not Rated (유지)
증가 (시가총액)	83,100원 (36,401억원)	117,800원 (16,414억원)	34,600원 (6,903억원)
상승여력	N/A	N/A	N/A
투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- DD01은 48주 조직생검 핵심지표의 통계적 유의성 확보하며 Best-in-class 가능성 입증</li> <li>- MASH·비만 외 CNS(NLY02), 간경변(TLY012) 등 파이프라인의 기술이전 및 기업가치 재평가 여력</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- RZ-001 간암 1상 초기 유효성 확인, 플랫폼 PoC 검증 단계 진입</li> <li>- RZ-003의 TSR 기술 기반 APOE4 교정, 빅파마 기술이전 가능성 유효</li> <li>- 원형RNA의 T세포 선택적 표적 가능성 확인, In vivo CAR-T 개발의 핵심 요건으로 포지셔닝 주목 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- AC101(HLX22) mPFS 미도달, 우수한 효능 바탕으로 적응증 확장</li> <li>- AT101 DLBCL 임상2상 유효성을 바탕으로 CAR-T 상업화 가능성</li> <li>- zCAR-T와 In vivo CAR-T 플랫폼을 보유하고 있어, 고형암 확장 및 글로벌 기술 이전 가능성 존재</li> </ul>
2H26년 모멘텀	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 화이자의 경구 비만 파이프라인 임상 진전에 따른 마일스톤 수취 기대</li> <li>- DD01의 조직생검 통계적 유의성을 기반으로 기술이전 협상력 향상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- RZ-001 간암, 교묘세포종 추가 데이터 발표 가능성</li> <li>- 릴리의 유전성 난청 프로그램 타겟 옵션 행사 및 마일스톤 수취 가능성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2H26 AT101 임상2상 결과 발표 및 연내 초기 품목 허가 신청 예상</li> <li>- AC101 위암 임상2상 데이터 발표, HER2 양성 유방암 임상2상 데이터 발표(ESMO)</li> <li>- 연내 AT501 IND 제출 목표</li> </ul>

Source: 다올투자증권

정책적 업사이드: 150조 원 규모 '국민성장펀드' 수혜  
 수급 측면에서는 정부 주도의 '국민성장펀드'가 업사이드 요인으로 작용할 전망이다. 국민성장펀드(5년간 150조원, 2026년 30조원 집행)가 바이오·백신 분야에 2조 3,000억원을 배정하면서 업종 전반에 대한 정책 자금 유입 기대감이 높아지고 있다. 5월 22일부터 3주간 일반 국민을 대상으로 한 6,000억원 규모의 공모 모집이 진행 중이다. 정책 자금이 바이오 기업 유상증자·메자닌 방식으로 직접 유입되는 구조인 만큼 자금 조달 여건 개선과 함께 섹터 전반의 투자심리 회복에도 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

Fig. 54: 국민성장펀드 운용 구조 및 산업별 배분



Source: Claude Ai, 다올투자증권

## VIII. 종목별 투자 의견

리가켄바이오 (141080) \_ Top Picks

에이비엘바이오 (298380) \_ Top Picks

올릭스 (226950)

디앤디파마텍 (347850)

알지노믹스 (476830)

애플론 (174900)



# 리가켄바이오

(141080)

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	240,000	240,000	유지

Earnings

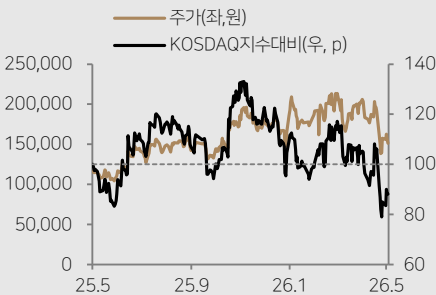
Stock Information

현재가 (6/1)	146,800원
예상 증가상승률	63.5%
시가총액	54,345억원
비중(KOSDAQ내)	0.92%
발행주식수	37,019천주
52주 최저가 / 최고가	104,200 - 213,500원
3개월 일평균거래대금	843억원
외국인 지분율	10.8%
주요주주지분율(%)	
팬 오리온 코프. 리미티드 (외 9인)	29.2
국민연금공단 (외 1인)	6.0
자사주 (외 1인)	0.5

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	15.8	13.4	13.0
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	(20.0)	(25.0)	27.8	(15.5)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	(8.0)	(38.9)	(15.2)	(28.9)

Price Trend



DAOL 다음투자증권

## 기다림의 끝이 보인다

Issue

ADC 전문 기업. 업황 점검

Pitch

글로벌 ADC 치료제 시장의 적응증 확장과 신규 타겟 발굴로 재확장 국면. ConjuAll 플랫폼 기술이전 모멘텀 유효. 2H26 LCB71(ROR1), LCB14(HER2), LNCB74(B7-H4) 등 다수 파이프라인 임상 데이터 발표 예정으로 기업가치 재평가 구간 진입 기대. 투자 의견 BUY 및 적정주가 24만원 유지

Rationale

- ASCO 2026에서 머크 Sac-TMT의 NSCLC 1차 치료 및 삼중음성유방암 임상3상 유의미한 결과 확인. GSK Mo-Rez의 B7-H4 ADC도 부인과 종양에서 유효성 입증. 동일 타겟 보유한 리가켄바이오 파이프라인(LCB84, LNCB74)의 임상 성공 가능성 및 기술이전 모멘텀도 높아질 전망
- 중국 ADC 기업들의 빠른 임상 진전에도 빅파마의 검증된 플랫폼 선점 수요는 지속. BMS-론자(시나픽스), 화이자-이노벤투 등 대형 플랫폼 계약이 잇따르는 가운데, ConjuAll 플랫폼은 양산, 오노약품 등과의 기술이전 계약으로 경쟁력 입증한 상태
- 2H26 다수의 파이프라인 임상 데이터 발표 예정. 임상 성과 누적으로 신규 기술이전 가능성 상승 기대

Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	34	126	142	245	155	539	280
영업이익	(81)	(21)	(106)	(44)	(33)	315	11
EBITDA	(76)	(16)	(100)	(37)	(26)	322	18
지배주주순이익	(74)	8	(74)	(35)	(17)	277	19
순차입금	(97)	(494)	(472)	(484)	(496)	(518)	(539)
매출증가율	2.2	268.7	12.4	73.2	(36.9)	248.3	(47.9)
영업이익률	(236.7)	(16.6)	(75.2)	(18.0)	(21.1)	58.4	3.8
지배주주순이익률	(215.9)	6.2	(52.5)	(14.4)	(11.2)	51.3	6.9
EPS증가율	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	(93.0)
ROE	(40.1)	2.0	(16.3)	(6.1)	(4.0)	61.4	4.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다음투자증권

Fig. 55: 리가캠바이오의 SOTP(Sum-of-the-parts) 밸류에이션

(단위: 십억원)

구분	기업가치	비고
리가캠바이오 신약가치	8,158	
LCB14(HER2)	1,552	
LCB84(TROP2)	2,614	
LCB71(ROR1)	981	
LCB97(L1CAM)	768	
플랫폼 가치	2,242	
순차입금 (D)	(484)	2026년말 기준
주주가치 (E= A-D)	8,642	
발행주식 수 (F, 천주)	36,440	자사주 제외
적정 주가 (E/F, 원)	237,152	
적정주가(원)	240,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 56: 리가캠바이오 기술이전 계약 현황

(단위: 억원)

구분	계약상대방	계약내용	계약체결일	선급금	계약금액	
ADC	Product 기술이전	Ono Pharmaceuticals	LCB97(L1CAM-ADC)/ 글로벌 판권	2024년 10월	비공개	9,435
		J&J	LCB84(TROP2-ADC)/ 글로벌 판권	2023년 12월	1,300	22,400
		Iksuda	Caxmotabart Entudotin(HER2-ADC)/ 중국제외 글로벌 판권	2021년 12월	비공개	11,864
		Cstone	LCB71(ROR1-ADC)/ 글로벌 판권	2020년 10월	112	4,099
		Iksuda	LCB73(CD19-ADC)/ 글로벌 판권	2020년 5월	61	2,784
		Fosun Pharma	Caxmotabart Entudotin(HER2-ADC)/ 중국판권	2015년 8월	비공개	209
	Platform 기술이전	Ono Pharmaceuticals	ADC 원천기술	2024년 10월	비공개	비공개
		Amgen	ADC 원천기술	2022년 12월	비공개	16,050
		SOTIO Biotech	ADC 원천기술	2021년 11월	비공개	12,127
		Iksuda	ADC 원천기술	2020년 4월 2021년 6월	비공개	9,200
		Millenium Pharma(Takeda)	ADC 원천기술	2019년 3월	비공개	4,548
Small Molecule	브릿지바이오	BBT-877(ATX inhibitor)	2017년 5월	20	300	
	Haihe Bio	Delpazolid(옥사졸리디논계 항생제)/ 중국판권	2016년 12월	6	240	
	GC 녹십자	Nokxaban(FXa inhibitor)	2009년 6월	비공개	비공개	

Source: 리가캠바이오, 다올투자증권

## II. ADC, 성장의 영역을 넓히다

### II-1. 넓어지는 타겟, 커지는 시장

ASCO(미국 종양학회) 2026에서 LCB84와 동일 타겟(TROP2)인 머크의 Sac-TMT가 PD-L1 양성 비소세포폐암 1차 치료 임상3상(OptiTROP-Lung05)과 다중 치료 경험 삼중음성유방암 임상3상(OptiTROP-Breast01)에서 유의미한 결과를 확인했다. 아스트라제네카의 Datroway(datopotamab deruxtecan; TROP2-DXd)도 2026년 5월 FDA로부터 면역항암제 투여가 불가한 전이성 TNBC 환자 대상 1차 치료제 승인을 추가로 획득했다. TROP2 ADC의 적응증이 후방 치료에서 1차 치료로 확대되는 흐름이 가속화되고 있다.

B7-H4 타겟 ADC도 빠르게 부상하고 있다. GSK의 Mo-Rez(모서타투그 레제테칸)가 백금 저항성 난소암 및 재발성 자궁내막암에서 cORR(객관적 반응률) 60%대를 기록하며 연내 글로벌 임상3상 5개 개시를 앞두고 있다. 화이자의 펠메타투그 베도틴(felmetatug vedotin)이 B7-H4 고발현 환자에서만 반응이 나타나는 한계로 개발이 중단되면서 GSK와 아스트라제네카가 B7-H4 ADC 개발의 핵심 주자로 남게 됐다. 리가캠바이오 역시 넥스트큐어와 공동개발 중인 LNCB74(B7-H4-MMAE)로 해당 경쟁에 참여하고 있다.

Fig. 57: B7-H4 타겟 ADC 개발 현황

후보물질명 (성분명)	개발사	표적항원	페이로드 종류	주요 임상 결과 및 마일스톤
Mo-Rez (Mocertatug Rezetecan)	GSK / 한소제약	B7-H4	Topo1i 저해제	- 백금 저항성 난소암 cORR 62% - 자궁내막암 cORR 67% - 2026년 내 글로벌 3상 5개 개시 예정
AZD8205 (Puxitatug Samrotecan)	아스트라제네카	B7-H4	Topo1i 저해제	- 자궁내막암 ORR 38%(고용량) 수준 기반 3상 진입 - 1차 평가 완료 목표: 2028년
Felmetatug Vedotin (SGN-B7H4V)	화이자 (시젠)	B7-H4	MMAE	- 효능 불충분으로 인한 임상 개발 조기 중단 - 10억 달러 규모 자산 손상 처리
LCB41A (LNCB74)	리가캠바이오	B7-H4	MMAE	- NextCure 와 공동개발, 1상 dose escalation 연구 환자 등록 진행 중 - 25년 11월 고용량 코호트 추가 승인 - 26년 하반기 임상진행 업데이트 공개 예정
ABL103	에이비엘바이오	B7-H4 x4-1BB	Topo1i 저해제 이중항체 ADC	- 26년 5월 미국 1상 첫 환자 투여 완료 - 27년 초기 임상데이터 발표 전망

Source: 각 사, 다올투자증권

## II-2. 차세대 ADC 경쟁의 핵심은 플랫폼

신규 타겟 발굴과 더불어 ADC 플랫폼 원천기술에 대한 빅파마의 선점 수요도 지속되고 있다.

BMS가 론자(시나픽스)의 SYNtecan 플랫폼과 단일 타겟 독점 라이선스 계약을 체결(2026.05)했으며, 화이자도 이노벤투와 차세대 ADC 및 다중특이성 항체 등 12개 파이프라인 공동개발을 위한 대형 플랫폼 계약을 단행했다. 길리어드도 차세대 ADC 플랫폼 기술(Tubutecan)을 보유한 튜블리스를 50억달러에 인수하며 플랫폼 소유권 확보 경쟁에 가세했다.

Fig. 58: 2026년 기술이전 및 M&A 계약 체결

(단위: 백만달러)

계약 시기	구분	인수/계약사	대상사	약물/타겟	계약 규모	선급금
2026.01	M&A	Merck & Co	Cidara Therapeutics	CD388 (Drug-Fc conjugate, DFC) 인플루엔자 예방 항바이러스제	9,200	-
2026.01	M&A	Servier	Day One Biopharmaceuticals	Tovorafenib(RAF 억제제, 소아 뇌종양) 중심 Emi-Le(ADC, 아데노이드 낭성암) 포함	2,500	-
2026.01	L/O	Roche	MediLink Therapeutics	YL201 (B7-H3 ADC, TMALIN 플랫폼) / 고품암	570	-
2026.04	M&A	Gilead	Tubulis	TUB-040 (NaPi2b-Topo1i ADC) / 난소암·NSCLC TUB-030 (5T4 ADC) / 고품암	5,000	3,150
2026.04	M&A	Eli Lilly	CrossBridge Bio	CBB-120 (TROP2-TOP1i/ATRI 이중 페이로드 ADC) / 고품암, 전임상	(up to) 300	비공개
2026.04	L/O	Roche	C4 Therapeutics	DAC(Degrader-항체 접합체) 2개 타겟 미공개 / 종양	1,000+	20
2026.05	L/O	BMS	Lonza(시나픽스)	SYNtecan (Topo1 기반 링커-페이로드 플랫폼) 단일 타겟 미공개	비공개	비공개
2026.05	L/O	Pfizer	Innovent Biologics	ADC·다중특이성 항체 12개 파이프라인 (차세대 페이로드 ADC 중심)	10,500	650
2026.05	L/O	Regeneron	Parabilis Medicines	Helicon 펩타이드 플랫폼 기반 AHC (항체-헬리콘 접합체) / 종양	2,300	125

Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

중국 ADC 기업들의 빠른 임상 진전에도 불구하고 검증된 플랫폼 기술에 대한 수요는 여전히 유효함을 확인한 것이다. 타겟이나 페이로드가 아무리 좋아도 체내에서 안전하게 전달할 기술이 없다면 상업화는 불가능하다. 글로벌 빅파마들이 검증된 플랫폼과 초기 최적화 기술을 선점하기 위해 조 단위 빅딜을 연이어 단행하고 있는 만큼, 차세대 ADC 경쟁의 진짜 승부처는 플랫폼 기술력이라고 판단한다.

리가캠바이오의 ConjuAll은 종양 세포 내 선택적 페이로드 방출이 가능한 고안정성 링커 플랫폼으로 안센, 오노약품 등 빅파마와의 기술이전 계약을 통해 경쟁력을 입증해왔다. 현재 이중 페이로드 ADC, 이중항체 등 차세대 포맷으로의 확장 연구도 진행 중으로 신규 기술이전 가능성은 지속적으로 열려있다.

Fig. 59: ADC 구조와 플랫폼 기술의 역할

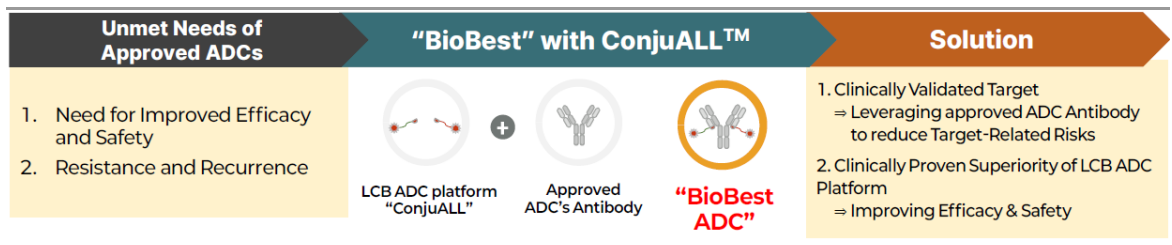


Source: 다올투자증권

리가캠바이오의 Bio Best 전략도 주목할 만하다. 개발에 실패했거나 특히 만료가 임박한 기존 ADC를 ConjuAll 플랫폼으로 개조해 안전성과 약효를 개선하는 접근으로, 기존 ADC 개발사 입장에서 명확한 비교 대상이 존재해 기술이전 수요를 일으킬 수 있다.

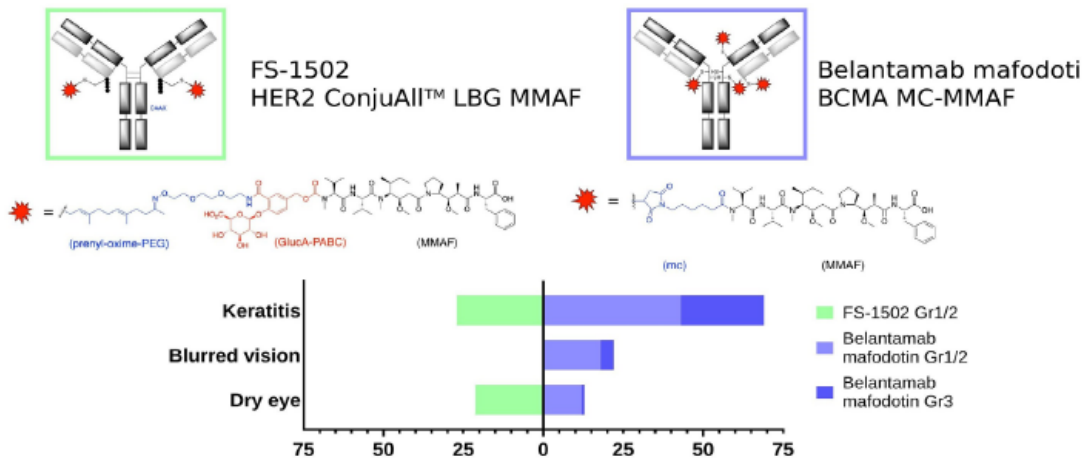
AACR 2026에서 공개한 BCMA ADC(LCB14-2524, LCB14-2516)의 전임상 결과가 Bio Best 전략의 첫 번째 가시적 성과다. 다발성 골수종 3종 CDX(암세포주 이식) 모델에서 Blenrep(성분명: Belantamab mafodotin) 대비 동등 이상의 항종양 효능을 확인했으며, ConjuAll 링커·접합 방식 적용으로 안구독성 개선 가능성도 시사했다. LCB14-2524는 현재 임상 진입을 위한 GLP 영장류 독성시험(Cyno) 진행 및 IND 제출 준비 중이다.

Fig. 60: BioBest 전략: ConjuAll 플랫폼으로 기존 ADC의 한계를 극복



Source: 리가캠바이오, 다올투자증권

Fig. 61: FS-1502(LBG-MMAF) vs. Belantamab Mafodotin(MC-MMAF) – 임상 연구 이상반응 비교



Source: AACR 2026, 리가캠바이오, 다올투자증권

### III. 하반기 모멘텀 집중 구간

상반기에는 파트너사 임상 데이터 발표가 제한적이었으나 하반기 주요 학회를 중심으로 다수의 임상 결과 공개가 예정되어 있다. 임상 데이터 누적은 플랫폼 신뢰도 제고와 직결되며, 파이프라인별 성과에 따라 신규 기술이전 계약 체결, 파트너사 마일스톤 수취, 얀센 단독개발옵션 행사 등 다양한 현금 창출 이벤트로 이어질 수 있다.

LCB71(ROR1 ADC)은 3월 미만성 거대B세포 림프종(DLBCL) 1차 치료 표준요법(R-CHOP) 병용에서 ORR(객관적 반응률) 100%, CR(완전 관해) 95.5%를 기록한 데 이어 2H26 추가 코호트 데이터 발표가 기대된다. 경쟁 약물 대비 낮은 독성과 높은 효능 프로파일이 유지된다면 제3자 기술이전 협상력 강화로 이어질 수 있다.

LCB14(HER2 ADC)는 중국 임상3상 탑라인 공개와 글로벌 임상1b상 중간 결과(ESMO 2026)가 예정되어 있으며, 중국 임상 성공 시 2027년 허가 신청과 함께 마일스톤 수취가 가능하다. LNCB74(B7-H4 ADC)는 임상1a상 초기 유효성 데이터 발표가 예정되어 있으며 GSK, 아스트라제네카 등 경쟁사의 B7-H4 임상 성과가 가시화되는 시점과 맞물려 기술이전 관심도가 높아질 수 있다. LCB84(TROP2 ADC)는 데이터 공개보다 파트너사 얀센의 단독개발옵션 행사 여부가 핵심 포인트로, 옵션 행사 시 2억달러의 마일스톤 수취가 가능하다. TROP2 ADC 시장이 1차 치료로 빠르게 확장되는 흐름은 LCB84의 전략적 가치를 높이는 요인이다.

Fig. 62: 주요 2H26 이벤트

파이프라인	2H26	2027
LCB14 (HER2-MMAF)	글로벌 1b상 데이터, 중국 3상 종료	중국 허가 신청
LCB71 (ROR1-PBD)	1b상 데이터 발표	적응증 확대 가능성
LCB73 (CD19-PBD)	1a상 데이터 발표	후속 개발
LNCB74 (B7-H4-MMAE)	1상 데이터 발표	후속 개발
SOT106 (LRRC15)	IND 제출	임상 진입
Platform/BD	추가 기술이전 기대	신규 IND 5건+

Source: 리가캠바이오, 다올투자증권



# 리가켄바이오

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	5천억이상	2025 하반기	제약, 생명공학 및 생명과학
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	81.2	439/1299	36/100

### 연도별 성과

연도	등급
2023	BB
2024	A
2025	A

### 섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	유한양행	한미약품
5천억이상	HK이노엔	엑세스바이오
5천억미만	영진약품	디앤디파마텍

### ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
<b>40.9</b>	<b>29.2</b>	<b>15%</b>	▲
0.0	17.6	중	▼
68.2	36.6	상	▲
평가제외	평가제외	평가제외	-
평가제외	평가제외	평가제외	-
<b>58.8</b>	<b>47.6</b>	<b>35%</b>	▲
58.9	48.0	상	▲
50.8	45.4	하	▲
43.0	52.9	하	▼
89.3	40.4	하	▲
<b>63.1</b>	<b>57.9</b>	<b>50%</b>	▲
51.7	49.0	상	▲
52.0	60.5	하	▼
60.7	55.9	상	▲
60.2	72.5	하	▼
100.0	75.9	중	▲
67.1	38.5	하	▲

### 컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

### \*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

### 주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	22.6%	-23.2%
2023	-	18.2%	51.7%
2024	0.0%	19.6%	67.7%

## 리가캠바이오 재무제표 (K-IFRS 연결)

## 대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	550.3	521.4	548.3	564.3	588.8
현금성자산	511.6	474.5	496.5	509.0	530.8
매출채권	28.4	26.2	27.9	30.3	32.6
재고자산	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3
비유동자산	188.1	180.4	175.1	178.7	183.8
투자자산	54.4	48.2	42.2	43.9	45.7
유형자산	25.3	27.7	27.9	27.6	28.1
무형자산	8.4	104.5	104.9	107.2	110.0
자산총계	738.4	701.8	723.4	743.0	772.6
유동부채	117.2	61.1	73.6	76.4	80.2
매입채무	25.7	39.9	42.1	44.7	48.2
유동성이자부채	17.5	1.1	11.0	11.0	11.0
비유동부채	5.2	99.6	106.2	108.0	109.8
비유동이자부채	0.3	1.7	1.6	1.6	1.6
부채총계	122.4	160.7	179.9	184.4	189.9
자본금	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3
자본잉여금	571.8	263.5	263.5	263.5	263.5
이익잉여금	36.3	211.8	221.8	236.9	261.0
자본조정	(10.5)	14.0	2.4	2.4	2.4
자기주식	(24.8)	(13.9)	(13.9)	(13.9)	(13.9)
자본총계	616.0	541.1	543.5	558.6	582.7
투하자본	(23.9)	27.8	24.5	25.6	26.5
순차입금	(493.8)	(471.8)	(483.9)	(496.4)	(518.2)
ROA	1.7	(12.7)	(4.3)	(2.8)	43.2
ROE	2.0	(16.3)	(6.1)	(4.0)	61.4
ROIC	na	na	(122.3)	(94.5)	876.0

## 손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	125.9	141.6	245.2	154.7	538.6
증가율 (Y-Y,%)	268.7	12.4	73.2	(36.9)	248.3
영업이익	(20.9)	(106.5)	(44.1)	(32.7)	314.8
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	(15.9)	(99.9)	(37.3)	(25.6)	321.9
영업외손익	30.0	12.6	12.3	12.1	12.7
순이자수익	19.5	17.5	12.9	13.7	13.5
외화관련손익	4.7	(1.9)	0.0	0.4	0.3
자본법손익	0.8	1.3	1.7	1.7	1.7
세전계속사업손익	9.1	(93.9)	(31.8)	(20.6)	327.4
당기순이익	7.8	(91.6)	(30.8)	(20.6)	327.4
지배기업당기순이익	7.8	(74.3)	(35.2)	(17.4)	276.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
NOPLAT	(17.9)	(77.2)	(32.0)	(23.7)	228.2
(+) Dep	5.0	6.6	6.8	7.0	7.2
(-) 운전자본투자	(61.2)	47.9	2.2	0.7	(0.9)
(-) Capex	2.6	3.0	4.9	4.6	5.4
OpFCF	45.7	(121.6)	(32.3)	(21.9)	230.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	61.8	92.9	7.1	56.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(16.6)	(75.2)	(18.0)	(21.1)	58.4
EBITDA마진(%)	(12.6)	(70.6)	(15.2)	(16.6)	59.8
순이익률(%)	6.2	(64.7)	(12.6)	(13.3)	60.8

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	78.5	(124.5)	11.6	25.4	35.2
당기순이익	7.8	(91.6)	(30.8)	(20.6)	327.4
자산상각비	5.0	6.6	6.8	7.0	7.2
운전자본증감	78.7	(36.1)	4.4	(0.7)	0.9
매출채권감소(증가)	4.9	12.8	(0.0)	(2.4)	(2.4)
재고자산감소(증가)	(0.0)	0.1	(0.1)	0.1	(0.2)
매입채무증가(감소)	0.4	(2.0)	0.1	2.6	3.5
투자현금	(457.4)	94.1	11.6	(17.1)	(17.7)
단기투자자산감소	(350.6)	93.8	20.2	(8.1)	(7.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.2	0.3	0.2
설비투자	(2.6)	(3.0)	(4.9)	(4.6)	(5.4)
유무형자산감소	(2.9)	(3.0)	(2.5)	(4.3)	(5.0)
재무현금	443.4	(0.6)	18.5	0.0	0.0
차입금증가	(12.3)	(0.9)	9.7	0.0	0.0
자본증가	455.7	0.2	8.8	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	65.9	(30.3)	43.8	8.2	17.4
총현금흐름(Gross CF)	(1.4)	(98.1)	6.5	26.0	34.2
(-) 운전자본증가(감소)	(61.2)	47.9	2.2	0.7	(0.9)
(-) 설비투자	2.6	3.0	4.9	4.6	5.4
(+) 자산매각	(2.9)	(3.0)	(2.5)	(4.3)	(5.0)
Free Cash Flow	(380.0)	(40.0)	22.5	8.2	17.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.2)
잉여현금	(380.0)	(40.0)	22.7	8.5	17.7

자료: 다올투자증권

## 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	213	(2,029)	(963)	(475)	7,555
BPS	16,595	11,011	10,954	11,305	11,885
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	511.6	n/a	n/a	n/a	19.4
PBR	6.6	15.8	13.4	13.0	12.4
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	15.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	825.5	206.5	157.0
PSR	31.7	44.9	21.9	34.7	10.0
재무건전성 (%)					
부채비율	19.9	29.7	33.1	33.0	32.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	469.6	853.5	744.5	738.1	734.6
이자보상배율	1.1	6.1	3.4	2.4	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.6	0.6	0.9	0.2
자산구조					
투하자본(%)	(4.4)	5.1	4.3	4.4	4.4
현금+투자자산(%)	104.4	94.9	95.7	95.6	95.6
자본구조					
차입금(%)	2.8	0.5	2.3	2.2	2.1
자기자본(%)	97.2	99.5	97.7	97.8	97.9

# 에이비엘바이오

(298380)

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	240,000원	260,000원	하향

Earnings

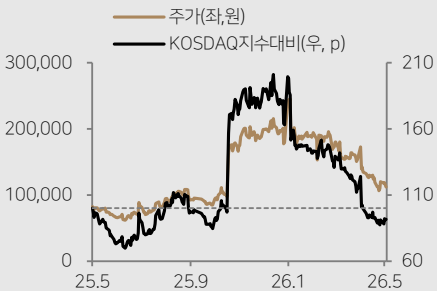
Stock Information

현재가 (6/1)	111,900원		
예상 증가상승률	114.5%		
시가총액	62,650억원		
비중(KOSDAQ내)	1.06%		
발행주식수	55,987천주		
52주 최저가 / 최고가	61,800 - 245,500원		
3개월 일평균거래대금	895억원		
외국인 지분율	12.8%		
주요주주지분율(%)			
이상훈 (외 12인)	24.5		
김정대 (외 1인)	0.1		
원종화 (외 1인)	0.1		

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	72.6	64.5	83.4
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	(17.0)	(43.1)	38.8	(44.1)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	(5.1)	(57.0)	(4.2)	(57.5)

Price Trend



DAOL 다음투자증권

## 플랫폼의 시간은 끝나지 않았다

Issue

이중항체 플랫폼 기업. 업황 점검

Pitch

빅파마의 BBB 셔틀 수요가 확대되는 가운데 IGF1R 기반 Grabody-B 플랫폼의 추가 기술이전 가능성 높다고 판단. 투자 의견 BUY 유지. 파이프라인 가치 조정으로 적정주가 24만원으로 하향

Rationale

- 경쟁약물 Avlayah(디날리)의 FDA 승인으로 BBB 셔틀의 임상적 유효성 및 상업성 확인. 글로벌 BBB 셔틀 수요가 증가하는 가운데, 이미 GSK, 일라이 릴리 등 빅파마와의 기술이전 이력을 보유한 Grabody-B의 추가 딜 가능성 높다고 판단
- ABL111(위식도암)은 1b상에서 긍정적 데이터 확인. ESMO(유럽종양학회; 9/23-27)에서 최종 결과 발표 예정. FDA Type B 미팅을 통해 가속승인 경로 확인. 4Q26 3상 IND 신청 목표. 긍정적 데이터 지속 시 L/O 및 Grabody-T 플랫폼 딜 논의 확장 기대
- ABL001(담도암)은 2/3상에서 주요 평가지표 충족했으나, 대조군 교차투여로 인해 OS(전체 생존기간) 통계적 유의성 미달성. 연내 가속 승인 신청 예상. 보수적 관점에서 2차 치료제 가치만 반영

Earnings Forecasts

(단위:십억원,%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	66	33	79	39	98	118	177
영업이익	(3)	(59)	(40)	(64)	(9)	(14)	35
EBITDA	(0)	(57)	(37)	(60)	(5)	(10)	39
지배주주순이익	(3)	(56)	(38)	(59)	(5)	(10)	39
순차입금	8	(94)	(57)	(66)	(49)	(104)	(83)
매출증가율	(2.6)	(49.0)	137.6	(50.5)	150.0	20.0	50.5
영업이익률	(4.0)	(177.8)	(50.9)	(161.9)	(8.9)	(11.8)	19.9
지배주주순이익률	(4.0)	(166.2)	(47.6)	(149.7)	(4.7)	(8.4)	22.1
EPS증가율	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
ROE	(3.7)	(46.0)	(23.5)	(44.7)	(4.7)	(9.4)	32.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다음투자증권

# I. Valuation

## 적정주가 240,000원으로 하향

에이비엘바이오에 대한 투자의견 BUY 유지하고, 적정주가 24만원으로 하향한다. 적정주가는 SOTP(Sum-of-the-parts) 방식으로 산출했으며 신약가치 합계에서 순차입금을 차감했다.

ABL001(토베시미그; DLL4 x VEGF-A)은 임상2/3상 중간 데이터에서 1차 평가지표 ORR(객관적 반응률) 및 핵심 2차 평가지표 PFS(무진행 생존기간)는 충족했으나 OS(전체 생존기간)는 대조군의 crossover(교차투여)로 인한 혼재 효과로 통계적 유의성에 미달했다. 이에 따라 담도암 1차 치료제로의 적응증 확장 가치를 제외했다. ABL301( $\alpha$ -synuclein x IGF1R)은 사노피의 임상 우선선위 조정으로 인한 개발 지연을 반영해 peak M/S 가정을 25%로 하향했다.

다만 현 시점의 핵심 투자 포인트는 Grabody-B 플랫폼의 추가 기술이전 가능성으로, 파이프라인 가치 조정에도 불구하고 투자의견 BUY를 유지한다.

Fig. 64: 에이비엘바이오의 SOTP(Sum-of-the-parts) 밸류에이션

구분	기업가치(십억원) 변경 전	기업가치(십억원) 변경 후	비고
에이비엘바이오 신약가치	14,009	13,366	
ABL111	1,317	1,317	
미국	511	551	환율 1,400원 적용
미국 외	761	766	환율 1,400원 적용
ABL301	1,545	1,023	peak M/S 25%
ABL202	411	411	
ABL001	258	137	1차 치료제 제외
그랩바디 B 플랫폼	10,478	10,478	
순차입금 (D)	(84)	(66)	2026년말 기준
주주가치 (E= A-D)	14,093	13,432	
발행주식 수 (F, 천주)	55,125	55,125	2025년말 기준
적정 주가 (E/F, 원)	255,653	243,671	
적정주가(원)	260,000	240,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 65: ABL001(담도암) 신약가치

(단위: 백만달러, 십억원)

	2026E	2027E	2028E	2029E	...	2035E	2036E
담도암 환자 수	23,462	23,697	23,934	24,173		25,660	25,917
1차	19,708	19,905	20,104	20,306		21,555	21,770
M/S	-	-	-	-		-	-
2차	16,752	16,920	17,089	17,260		18,322	18,505
M/S	3%	8%	15%	20%		40%	40%
개발단계	출시						
ABL001 Sales	13	35	68	94		238	247
ABL 경상로열티	2	5	9	12		31	32
ABL Milestones&로열티(원화환산)	2.3	6.3	12.3	17.1		43.3	45.0
NOPLAT	2	5	10	14		35	36
Sum of NPV	138						
Terminal Value	244						
PV of Terminal value	102						
Total PV value	241						
<b>전체 가치(임상 성공률 57%)</b>	<b>137.1</b>						

Source: 다올투자증권

Note: WACC 9.05%, 영구성장률 -5%, 환율 1,400원/\$, 로열티율 13%로 가정

Fig. 66: ABL301(파킨슨병) 신약가치

(단위: 백만달러,십억원)

	2026E	2027E	2028E	2029E	...	2038E	2039E
파킨슨병 치료제 시장	4,035	4,570	5,298	6,128		18,060	18,931
YOY	14.5%	13.3%	15.9%	15.7%		6.6%	4.8%
개발단계		PH2		PH3			
ABL301 Sales						4,515	4,733
M/S						25.0%	25.0%
LCB Milestones		30		60			
LCB 경상로열티						587	615
LCB Milestones&로열티(원화환산)	-	42	-	84		822	861
NOPLAT	0.0	33.6	-	67.2		657	689
Sum of NPV	1,612						
Terminal Value	5,547						
PV of Terminal value	1,799						
Total PV value	3,411						
<b>전체 가치(임상 성공률 30%)</b>	<b>1,023.2</b>						

Source: 다올투자증권

Note: WACC 9.05%, 영구성장률 -3%, 환율 1,400원/\$, 로열티율 13%로 가정

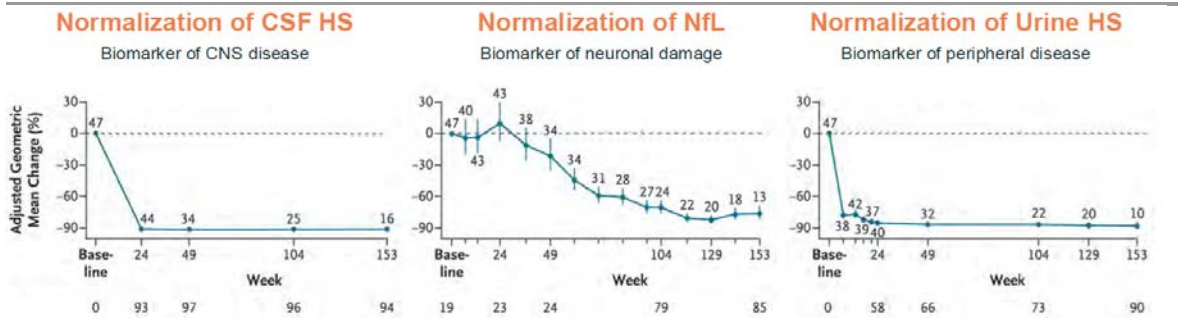
## II. Grabody B: 검증 완료된 플랫폼, 확장되는 영토

### II-1. FDA가 인정한 BBB 셔틀, 플랫폼 전반의 수요 확대

2026년 3월 BBB 셔틀 기술의 상업적 가능성이 처음으로 검증되었다. 디날리의 아블라야(Avlayah; 성분명: tividenofusp alfa)가 헌터 증후군(MPS II) 치료제로 FDA 가속승인을 획득한 것이다. 헌터 증후군은 효소(IDS) 결핍으로 독성 물질이 전신 장기에 축적되는 희귀 유전 질환으로, 기존 치료제는 혈관뇌장벽(BBB)을 통과하지 못해 CNS 증상을 해결하지 못했다.

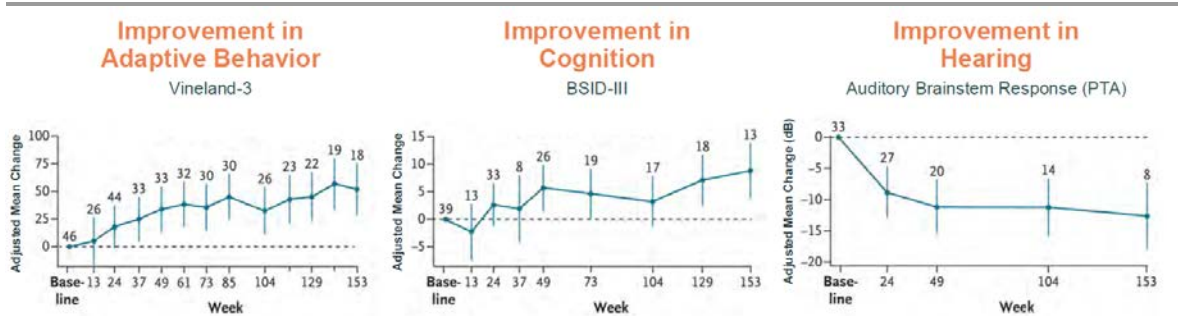
아블라야는 TfR1(Transferrin receptor 1; 트랜스페린 수용체 1) 기반 BBB 셔틀 플랫폼(TransportVehicle™)을 활용해 이 한계를 극복, 정맥투여만으로 효소를 뇌 실질까지 전달하는 데 성공하였다. FDA는 뇌척수액(CSF) 내 헤파란 황산염 축적 감소를 대리지표(Surrogate endpoint)로 인정해 가속승인을 결정하였으며, 적응 행동·인지 기능·청력 등 임상적 지표도 투약 후 지속적으로 개선되는 트렌드가 확인되었다. 이로 인해 에이비엘바이오의 Grabody-B를 포함한 BBB 셔틀 플랫폼 전반에 대한 빅파마의 관심과 기술이전 수요가 확대될 전망이다.

Fig. 67: 아블라야 투여 후 바이오마커 정상화 - CNS 질환, 신경 손상, 말초 질환에서 유의미한 감소 확인



Source: Denali Therapeutics, 다음투자증권

Fig. 68: 아블라야 투여 후 임상적 개선 - 적응 행동, 인지 기능, 청력 지속적 호전



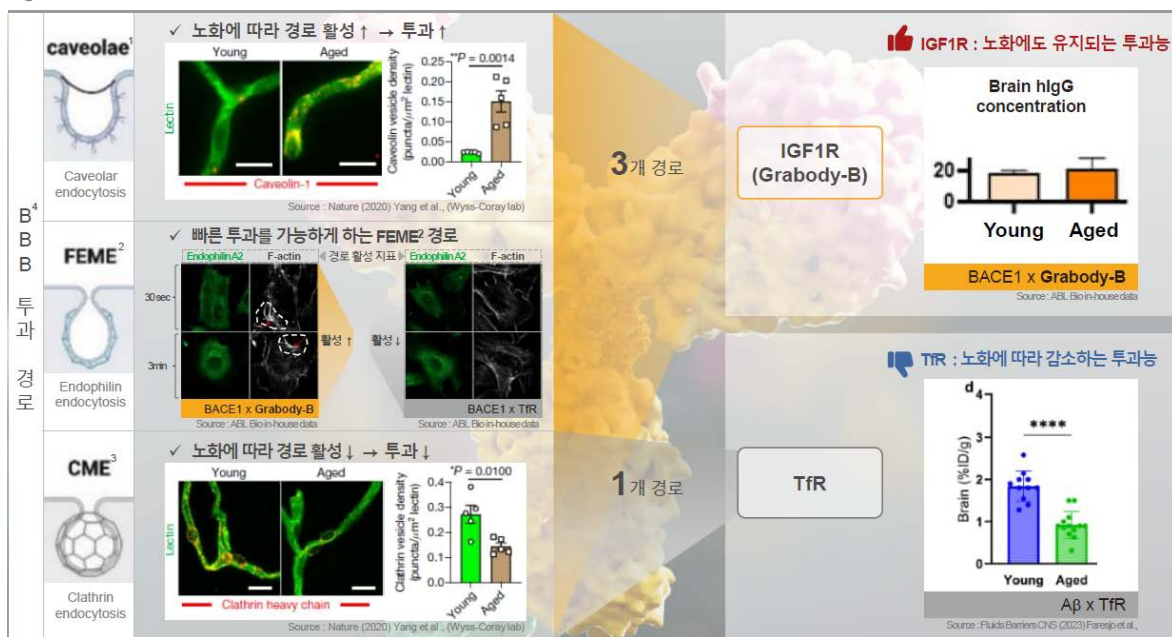
Source: Denali Therapeutics, 다음투자증권

## II-2. TfR1의 한계를 넘다: IGF1R 기반의 독보적 포지셔닝

TfR1이 현재 업계 메인스트림으로 자리잡고 있으나, 단일 타겟에 대한 의존도를 낮추려는 움직임이 빅파마 사이에서 가시화되고 있다. GSK와 일라이 릴리는 TfR1 기반 셔틀을 검토한 이후 IGF1R(Insulin growth factor-1 receptor) 기반 셔틀을 추가 도입하였으며, 특히 일라이 릴리는 TfR1 기반 셔틀을 보유하고하면서도 에이비엘바이오와 별도로 IGF1R 기반의 Grabody-B 계약을 추가 체결한 바 있다. 노바티스 역시 다수의 BBB 셔틀 딜을 체결했음에도 TfR1 외 대안 플랫폼 탐색을 지속하고 있는 것으로 알려졌다. BBB 셔틀 시장이 복수 플랫폼이 활용되는 구조로 형성되는 가운데, 이미 빅파마와의 기술이전으로 IGF1R 기반 셔틀 플랫폼으로서의 검증을 완료한 Grabody-B의 추가 딜 가능성이 높다고 판단된다.

TfR1 기반 셔틀은 혈관뇌장벽 통과 시 단일 경로(CME)에만 의존하는 반면, IGF1R 기반 Grabody-B는 3가지 경로를 복합적으로 활용한다. 특히 알츠하이머 환자처럼 노화된 뇌에서는 TfR1이 의존하는 CME 경로의 활성도가 떨어지는 반면, Grabody-B가 활용하는 Caveolae 경로는 오히려 활성화되는 것이 확인되어 노인성 CNS 질환에서의 우위가 기대된다. 또한 TfR1 기반 셔틀은 세포 내로 들어간 후 분해되어 소실되는 비율이 높은 반면, Grabody-B는 이를 회피해 실제 뇌 실질까지 도달하는 약물의 양을 최대화한다.

Fig. 69: 다중경로로 침투하는 IGF1R 우수성

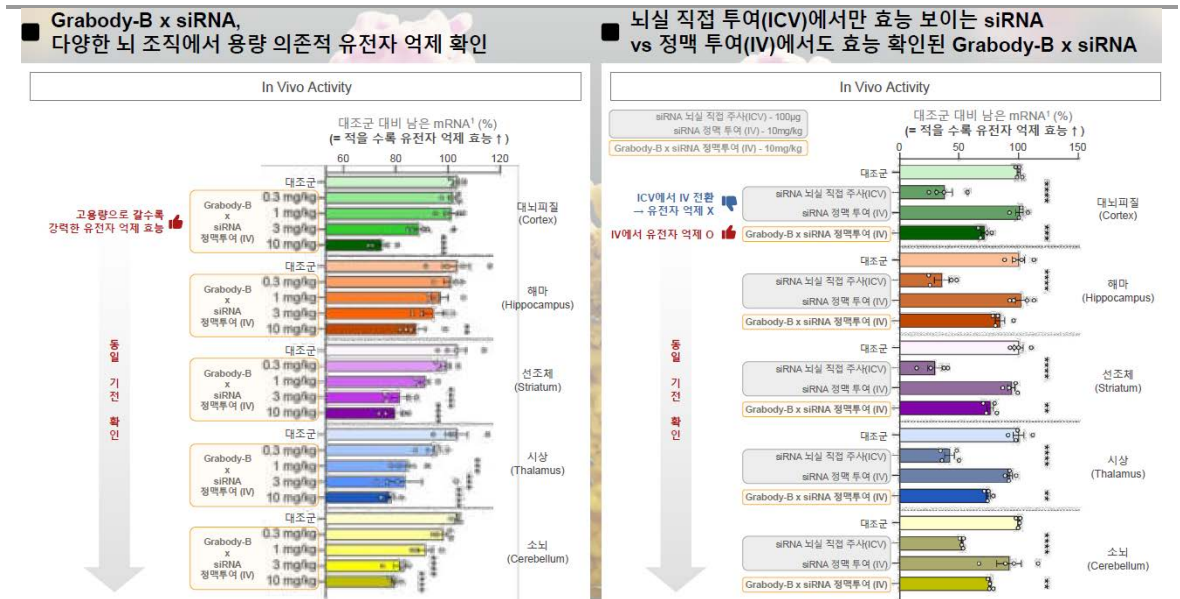


Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

Grabody-B의 활용 범위는 항체를 넘어 RNA 치료제(ASO, siRNA) 영역으로 빠르게 확장되고 있다. 2026년 5월 바이오젠은 알츠하이머 대상 ASO 치료제 디라넨센(diranersen)의 임상 2상에서 타우 병리 감소와 인지 기능 저하 지연을 확인하며 CNS RNA 치료제의 가능성을 입증하였다. 1차 평가지표는 미충족했으나 임상3상 진행이 결정되었으며, 뇌 속 타우 단백질 감소와 인지 기능 개선을 동시에 확인한 최초의 임상 2상으로 평가된다. 다만 현재 ASO·siRNA를 뇌에 전달하려면 척수강내 주사(IT) 등 침습적 투여 방식에 의존해야 한다는 한계가 있어, 정맥투여만으로 뇌까지 RNA를 전달할 수 있는 BBB 서를 플랫폼의 필요성이 더욱 커지고 있다.

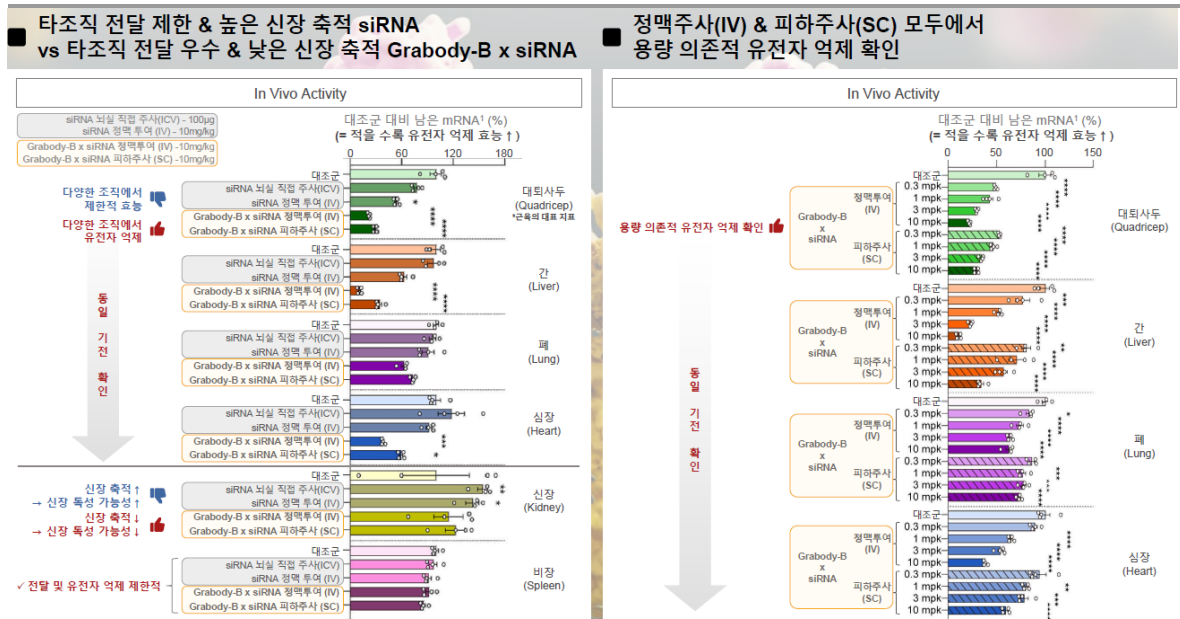
에이비엘바이오는 Ionis와의 공동연구를 통해 Grabody-B에 siRNA를 접합한 AOC(Antibody Oligonucleotide Conjugate) 전임상 데이터를 TIDES USA(글로벌 RNA 치료제 컨퍼런스) 2026에서 최초 발표하였다. 마우스 모델 정맥 투여 결과, 기존에는 약물 침투가 어려웠던 소뇌를 포함한 뇌 전 영역에서 균일한 약물 전달과 표적 유전자 억제가 확인되었다. 나아가 IGF1R은 뇌뿐만 아니라 근육·심장·폐 조직에서도 발현된다는 점을 활용해 간에만 결합하는 기존 RNA 전달 기술(GalNac) 한계를 극복하고 근육·심장 조직으로도 전달된다는 것이 확인되었다. 적용 가능한 질환 범위가 CNS를 넘어 근육·심장 질환으로 확장되는 만큼, 향후 빅파마와의 추가 딜 논의 범위도 넓어질 것으로 기대된다.

Fig. 70: siRNA x Grabody-B 전임상 데이터: BBB 통과 및 효능 확인



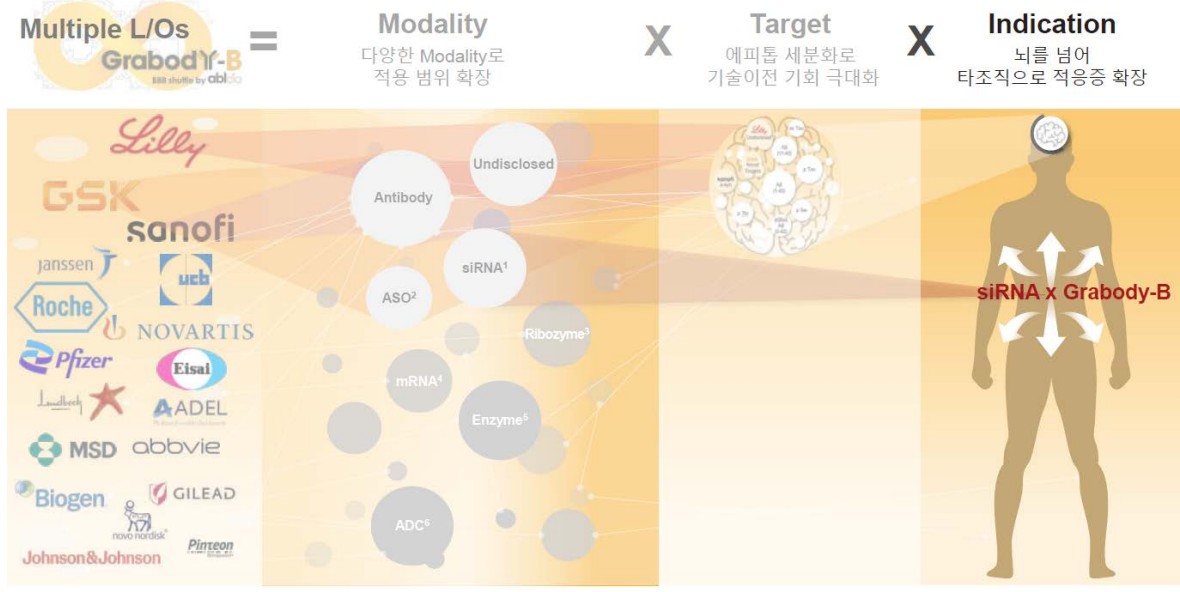
Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

Fig. 71: siRNA x Grabody-B 전임상 데이터: 근육 등 다른 장기에서 효능 확인



Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

Fig. 72: Grabody-B는 모달리티, 타겟, 적응증까지 무한 확장이 가능함



Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

### II-3. 사노피 지연은 노이즈, 본질은 독보적인 안전성과 투과율

사노피와 공동 진행한 ABL301( $\alpha$ -synuclein $\times$ IGF1R) 임상1상은 건강한 피험자 대상으로 직접적인 효능 확인은 제한적이었으나, 투약 후 뇌척수액(CSF) 내 약물 농도가 유의미하게 증가해 실질적인 BBB 투과 효능을 입증하였다. 안전성 측면에서도 Tfr1 기반 경쟁약물이 두 자릿수 약물 관련 이상반응(TRAE)를 기록한 것과 달리 Grabody-B는 한 자릿수 수준의 경미한 이상반응만 기록하였으며, 뇌 미세혈관 손상 등 심각한 특이 부작용은 일절 보고되지 않았다.

지난 2월 사노피가 ABL301 후속 임상의 전략적 우선순위를 조정하며 개발 타임라인이 일부 지연되었다. 이는 Grabody-B 플랫폼 자체의 문제가 아닌 타깃( $\alpha$ -시뉴클레인) 특성에 기인한 것으로 판단된다. 파킨슨병은 환자마다 병리적 원인이 상이하고  $\alpha$ -시뉴클레인의 뇌 내 분포 및 축적량이 아밀로이드 베타 대비 상대적으로 적어 환자 선별 및 임상 설계 난이도가 높은 질환이다. 사노피의 우선순위 조정은  $\alpha$ -시뉴클레인 병리를 정밀하게 확인하기 위한 PET tracer 장비 도입 지연이 직접적 계기로 작용한 것으로 알려졌으며, 임상 설계 전반을 재점검하는 과정에서의 전략적 판단으로 추정된다.

Fig. 73: 알파-시뉴클레인 타겟 단일 및 이중항체 파킨슨병 치료제 1상 데이터 비교

개발사	에이비엘바이오 /Sanofi		Sanofi	Roche	Biogen	BIOARCTIC
파이프 라인	ABL301 (SAR446159)			RO7046015 (Prasinezumab)	BIIB054 (Cinpanemab)	BAN0805 (Exidavnemab)
임상 (대상)	미국 임상1상 (건강한 피험자)		후속임상	미국 임상1상 (건강한 피험자)	미국 임상1상 (건강한 피험자+환자)	폴란드/스페인 1상 (건강한 피험자)
임상번호	NCT05756920		-	NCT02095171	NCT02459886	Not registered
모달리티	$\alpha$ -syn x IGF1R			단일항체	단일항체	단일항체
N	56	35	Sanofi 진행	40	66	98
Dosage	SAD (7회 단계별 증량)	MAD (3회 단계별 증량)		SAD(0.3~30mg/kg) Q1M, IV	SAD(1~135mg/kg) Q4W, IV	100,300,1000,3000,6000mg, IV & X100mg, SC
TRAЕ	7.1% (4/56) (4명 중 2명 위약) 두통 1.8% 어지러움 1.8% 메스꺼움 3.6% 구토 1.8% IRR 1.8%	5.7% (2/35) 두통 5.7% 메스꺼움 2.9% 구토 2.9%		13.30%	17.60%	두통 2.4%
TEAE	69.6% (39/56) (39명 중 8명 위약) 두통 8.9% 허리통증 1.8% 호중구감소증 N/A	57.1% (20/35) (20명 중 3명 위약) 두통 8.6% 허리통증 N/A 호중구감소증 N/A		두통 6.7% 메스꺼움 6.7% 호중구감소증 6.7%	60.40%	두통 15.3% 허리통증 7.1% PDPH 5.9%
약물관련 SAE	N/A	N/A		N/A	N/A	N/A
$\geq$ Gr3 TEAE	N/A	N/A		N/A	N/A	N/A

Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

Fig. 74: 알파-시뉴클레인 타겟 치료제 개발 현황

개발사	제품명	작용 기전	투여방법	임상단계	BBB 셔플	비고
Biogen	cinpanemab	α-synuclein 농도를 낮추는 항α-synuclein 단클론항체	IV	임상중단	TfR	Denali(TfR) 혈액독성으로 반환
Prothena/Roche	prasinezumab		IV	임상3상	IGF1R	
AbbVie	ABBV0805		IV	임상중단	TfR X CD98	전략적 고려에 따른 결정으로, ABBV-0805의 임상1상을 철회하며 BioArctic과 파트너십을 종료
MedImmune/Takeda	MEDI 1341		IV	임상1상	TfR	
Genmab/Lundbeck	Lu-AF-82422		IV	임상1상	-	
Sanofi/ABL Bio	SAR446159		IV	임상1상	IGF1R	
BioArctic	Exidavnemab		IV	임상2a상	TfR	
Enterin	ENT-01		병적인 α-synuclein 응집 억제	PO	임상3상	-
Alterity Therapeutics	PBT 434	PO		임상2상	-	
UCB Biopharma	UCB 0599	PO		임상중단	-	파킨슨병 임상2a상에서 증상개선 입증하지 못해 중단
Modag	Emrusolmin	PO		임상2상	-	

Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

### III. 항암제: 물음표와 확신 사이, 시작된 검증의 시간

ABL111(지바스토미그; Givastomig)은 NovaBridge(구 I-MAB)와 공동 개발 중인 위암 1차 치료제로 CLDN18.2와 4-1BB를 동시에 타겟하는 이중항체다. 현재 위암 1차 치료 표준요법인 옴디보는 PD-L1 고발현 환자, 조벨투시맵(Zolbetuximab)은 CLDN18.2 고발현( $\geq 75\%$ ) 환자에게만 효과가 있어 치료 가능한 환자군이 제한적이다. ABL111은 CLDN18.2  $\geq 1\%$  저발현 환자까지 커버해 기존 대비 최소 2배 이상 넓은 환자군을 타겟할 수 있다.

임상 1b상에서 CLDN18.2 저발현 환자 대상 ORR(객관적 반응률) 73~77%, 8mg/kg 코호트 기준 mPFS(무진행생존기간 중앙값) 16.9개월을 확인하였다. 기존 표준요법 임상3상 데이터(옴디보+화학요법 mPFS 7.7개월, 조벨투시맵+화학요법 mPFS 10.6개월) 대비 매우 우수한 결과다. PD-L1과 CLDN18.2가 모두 낮은 환자군에서도 ORR 83%를 기록해 발현 수준과 무관하게 광범위한 효능이 확인되었으며, 4-1BB 기반 약물에서 우려되는 전신 독성도 보고되지 않았다.

2026년 3월 FDA Type B 미팅을 통해 가속승인 경로 가능성을 확인하였으며, 4Q26 글로벌 임상3상 IND 신청을 목표로 한다. 임상1b상 최종 데이터는 ESMO(유럽 종양학회)에서, 글로벌 임상2상 결과는 2027년 공개될 전망이다. 긍정적 데이터 발표 시 추가 L/O 및 Grabody-T 플랫폼 딜 논의 확장도 기대된다.

Fig. 75: ABL111 임상1b상 중간 결과: CLDN18.2 및 PD-L1 발현도에 따른 유효성 데이터

파이프라인명	ABL111 + Nivolumab(옴디보) + mFOLFOX6		1차 표준치료요법 Nivolumab(Opdivo)	1차 표준치료요법 Zolbetuximab (Vyloy)
대상	CLDN18.2 1+, $\geq 1\%$		CLDN18.2 및 PD-L1 CPS 발현 여부와 관계없음	CLDN18.2 2+, $\geq 75\%$
Dosage	8mg/kg	12mg/kg	Nivo+mFOLFOX6 / CapeOX	Zolbe + mFOLFOX6
N	26	26	789	283
ORR	76.9% (20/26)	73.1% (19/26)	47%	40%
DCR	96.2% (25/26)	100.0% (26/26)	Undisclosed	Undisclosed
PD-L1 CPS $\geq 1\%$	73.9% (17/23)	75.0% (12/16)	49%	N/A
PD-L1 CPS $< 1\%$	100.0% (3/3)	70.0% (7/10)	38%	N/A
CLDN18.2 $\geq 75\%$	76.5% (13/17)	66.7% (8/12)	N/A	40%
CLDN18.2 $< 75\%$	77.8% (7/9)	78.6% (11/14)	N/A	N/A

ORR (8,12mg/kg)	PD-L1 $\geq 1$	PD-L1 $< 1$	1 CLDN18.2 저발현 환자 대상 표준 치료요법 부재
CLDN18.2 $\geq 75\%$	72.7% (16/22)	71.4% (5/7)	2 CLDN18.2 저발현 환자 대상 ORR 78.3% (18/23)
CLDN18.2 $< 75\%$	76.5% (13/17)	83.3% (5/6)	3 CLDN18.2&PD-L1 동시 저발현 환자 대상 ORR 83.3% (5/6)

Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

Fig. 76: ABL111 임상1b상 중간 결과: 생존기간 데이터

파이프라인명	ABL111 + Nivolumab(Opdivo) + mFOLFOX6		1차 표준치료요법 Nivolumab(Opdivo)	1차 표준치료요법 Zolbetuximab (Vyloy)
대상	CLDN18.2 1+, ≥1%		CLDN18.2 및 PD-L1 CPS 발현 여부와 관계없음	CLDN18.2 2+, ≥75%
Dosage	8mg/kg	12mg/kg	Nivo+mFOLFOX6 / CapeOX	Zolbe + mFOLFOX6
N	27	27	789	283
효능 평가가능 환자	26	27		
중앙 추적관찰 기간	10.7	6.8	12mg/kg 투여군: 8mg/kg 투여군보다 늦게 추적관찰 시작 → 생존 & 치료 중인 환자 다수 → PFS 향상 전망	
Events	12 (46%)	5 (19%)	8mg/kg 투여군 PFS 16.9 개월 vs. 표준치료요법 (Nivo 7.7 개월, Zolbe 10.6 개월)	
Censored	14 (54%)	22 (81%)		
mPFS (95% CI)	16.9 (6.8, N/A)	7.7 (6.9, N/A)	7.7 (7.1, 8.5)	10.6 (8.9, 10.3)
6m PFS Rate (95% CI)	73% (51.7, 81.2)	91% (69.0, 97.7)	6개월 시점 PFS: 8mg/kg 투여군 73%, 12mg/kg 투여군 91% → 12mg/kg PFS 향상 전망	
DOR (95% CI)	15.2 (5.6, N/A)	N/A		
연구 지속중인 환자	11	18	29명 환자는 여전히 생존&치료중 → 모든 생존기간 지표 향상 전망	

Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

Fig. 77: ABL111 임상1b상 중간 결과: 안전성 데이터

파이프라인명	ABL111 + Nivolumab(Opdivo) + mFOLFOX6		1차 표준치료요법 Nivolumab (Opdivo)	1차 표준치료요법 Zolbetuximab (Vyloy)	Zolbetuximab (Vyloy)
대상	CLDN18.2 1+, ≥1%		CLDN18.2 및 PD-L1 발현 여부 관계없음	CLDN18.2 2+, ≥75%	CLDN18.2 ≥75%, CLDN18.2 ≥50~<75
Dosage	8mg/kg	12mg/kg	Nivo+mFOLFOX6 / CapeOX	Zolbe + mFOLFOX6	Zolbe + Nivo + mFOLFOX6
N	27	27	789	283	77
TEAE					
All Grades	100.0%	100.0%	>99%	N/A	98.7%
≥ Gr3	70.0%	70.0%	87.0%	N/A	66.2%
TRAE any drug					
All Grades	100.0%	100.0%	99.0%	94.0%	98.7%
≥ Gr3	56.0%	56.0%	79.0%	60.0%	N/A
TRAE any drug (All grades)	22.0%	11.0%	N/A	N/A	5.2% (TEAE)
TRAE any drug (All grades)	41.0%	26.0%	14.0%	36.0%	49.4% (TEAE)
SAE all causality (All grades)	59.0%	41.0%	45.0%	54.0%	37.7%
SAE related any drug (All grades)	19.0%	19.0%	N/A	22.0%	23.4%

Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

DLL4×VEGF-A 이중항체 토베시미그(Tovecimig; ABL001; 파트너사 Compass Therapeutics)은 담도암 2차 치료제로 개발 중인 파이프라인이다. 담도암은 2차 치료 옵션이 극히 제한적인 미충족 수요가 높은 암종이다.

2026년 4월 공개된 임상2/3상(COMPANION-002) 중간 데이터에서 주평가지표 ORR(17.1% vs 대조군 5.3%,  $p=0.031$ )과 핵심 부평가지표 PFS(4.7개월 vs 2.6개월,  $HR=0.44$ ,  $p<0.0001$ )를 충족하였다. 투여군은 토베시미그+화학항암요법(paclitaxel) 병용, 대조군은 화학항암요법(paclitaxel) 단독이다. 다만 OS(전체 생존기간; 8.9개월 vs 대조군 9.4개월,  $HR=1.05$ ,  $p=0.78$ )는 대조군 환자의 54%가 질병 진행 후 토베시미그로 교차투여(crossover)하며 대조군 생존기간이 길어져 통계적 유의성을 확보하지 못했다. 교차투여가 없었던 순수 대조군(non-crossover,  $n=26$ )의 mOS(전체 생존기간 중앙값)가 6.1개월에 불과했던 반면, 교차투여 환자군( $n=31$ )의 mOS는 12.8개월까지 연장되었다는 점은 약물 효능을 간접적으로 시사한다.

과거 FDA는 대규모 crossover로 OS 통계 처리가 어려운 상황에서도 압도적인 PFS와 안전성을 근거로 승인을 결정한 전례가 다수 존재해, ORR+PFS 조합의 가속승인 가능성은 열려 있다. 파트너사 Compass는 2026년 중 Pre-BLA FDA 미팅을 통해 승인 경로를 확정할 예정이며, 연말 BLA 제출 및 2027년 미국 내 승인을 목표로 하고 있다. 다만 OS에서 위험비( $HR$ ; Hazard Ratio)가 1을 초과해 수치상 생존 개선이 확인되지 않았다는 점은 FDA 설득 과정에서 부담 요인으로 작용할 수 있어 FDA 미팅 결과를 지켜볼 필요가 있다.

Fig. 78: 토베시미그 임상2/3상 유효성 데이터

	Tovecimig + Paclitaxel (n=111)	Paclitaxel (n=57)	Two-sided p-value	Hazard Ratio
1차평가지표				
ORR (%)	19 (17.1%)	3 (5.3%)	$p=0.031$	-
2차평가지표				
PFS (개월)	4.7	2.6	$p<0.0001$	0.44
OS (RPSFT-crossover adjusted)	8.9	9.4	$p=0.65$	1.13
OS (intent-to-treat)	8.9	9.4	$p=0.78$	1.05

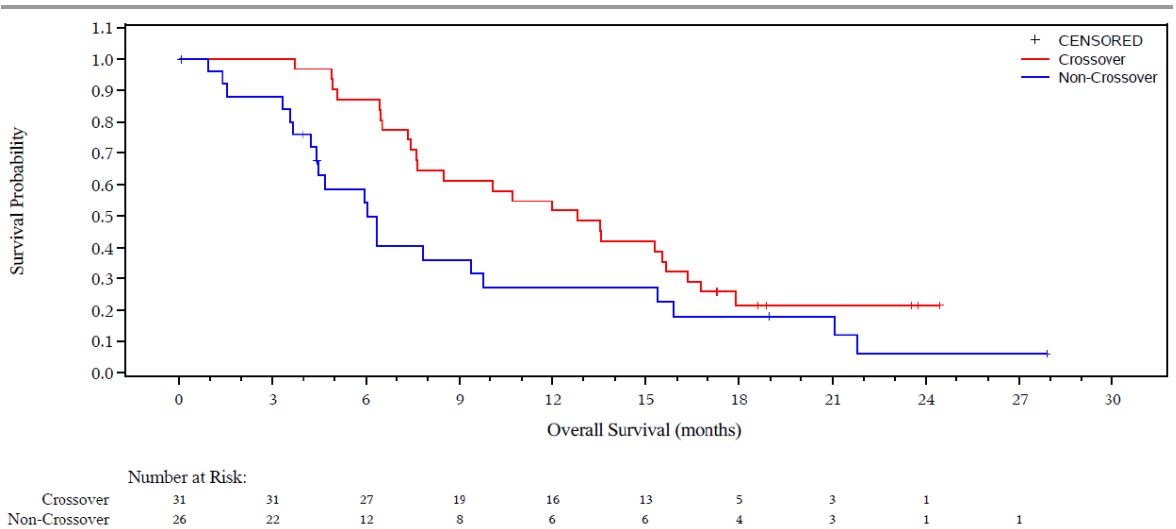
Source: Compass Therapeutics, 다올투자증권

Fig. 79: 토베시미그 임상2/3상 안전성 데이터

구분 (n, %)	Tovecimib + Paclitaxel (n=108)				Paclitaxel (n=53)			
	Overall	Related	≥ Gr3	related ≥ Gr3	Overall	Related	≥ Gr 3	related ≥ Gr 3
피로	72 (67)	66 (61)	16 (15)	12 (11)	24 (45)	23 (43)	3 (6)	2 (4)
고혈압	75 (69)	65 (60)	56 (52)	48 (44)	10 (19)	2 (4)	3 (6)	1 (2)
호중구감소증	59 (55)	58 (54)	40 (37)	39 (36)	20 (38)	20 (38)	14 (26)	14 (26)
설사	51 (47)	38 (35)	6 (6)	6 (6)	15 (28)	11 (21)	1 (2)	1 (2)
빈혈	48 (44)	42 (39)	23 (21)	20 (19)	17 (32)	11 (21)	5 (9)	3 (6)
탈모	32 (30)	31 (29)	-	-	28 (53)	25 (47)	-	-
오심	43 (40)	36 (33)	2 (2)	-	17 (32)	13 (25)	-	-
식욕 감소	44 (41)	32 (30)	2 (2)	1 (1)	11 (21)	7 (13)	-	-
구토	36 (33)	30 (28)	1 (1)	1 (1)	13 (25)	12 (23)	1 (2)	1 (2)
복통	35 (32)	6 (6)	9 (8)	2 (2)	13 (25)	2 (4)	4 (8)	-
호흡곤란	32 (30)	8 (7)	5 (5)	-	13 (25)	2 (4)	-	-
말초부종	35 (32)	20 (19)	-	-	7 (13)	3 (6)	-	-
말초신경병증	29 (27)	28 (26)	2 (2)	2 (2)	13 (25)	11 (21)	1 (2)	1 (2)
단백뇨	37 (34)	30 (28)	3 (3)	2 (2)	5 (9)	-	-	-
혈소판감소증	33 (31)	30 (28)	7 (7)	7 (7)	6 (11)	3 (6)	-	-
변비	30 (28)	17 (16)	-	-	8 (15)	3 (6)	-	-
비출혈	32 (30)	23 (21)	-	-	4 (8)	2 (4)	-	-
두통	25 (23)	10 (9)	-	-	7 (13)	4 (8)	-	-
관절통	25 (23)	18 (17)	-	-	6 (11)	3 (6)	-	-

Source: Compass Therapeutics, 다음투자증권

Fig. 80: 토베시미그 교차투여 후 전체 생존기간(OS) 개선 확인

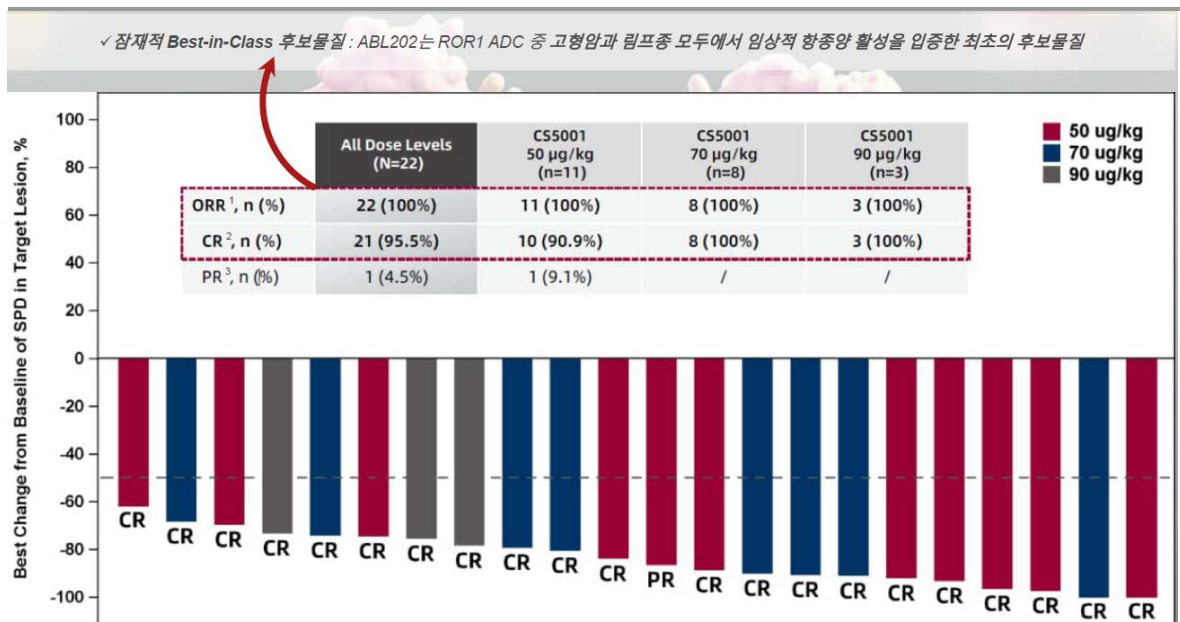


Source: Compass Therapeutics, 다음투자증권

이 외 항암제 파이프라인도 순차적으로 임상 모멘텀이 가시화되고 있다. ABL202(ROR1 ADC; 리가켄바이오 공동개발·파트너사 시스톤)는 미만성 거대B세포림프종(DLBCL) 1차 치료 병용 임상1b상에서 ORR 100%, CR(완전관해율) 90% 이상의 긍정적인 중간 데이터가 확인되었으며, 하반기 추가 데이터 발표 시 글로벌 파트너십 논의로 이어질 가능성이 있다.

이중항체 ADC 파이프라인인 ABL206(ROR1×B7-H3)과 ABL209 (EGFR×MUC1)는 자회사 Neok Bio를 통해 올해 미국 임상 1상 첫 환자 투약을 개시하였으며, 긍정적 결과 도출 시 M&A 가능성도 검토 중인 것으로 알려졌다.

Fig. 81: ABL202 임상1b상 중간 데이터: ORR 100% 기록



Source: Cstone, 에이비엘바이오, 다음투자증권

Fig. 82: 에이비엘바이오 R&D 파이프라인 현황

구분	모달리티	파이프라인	타겟	적응증	전임상	1 상	2 상	3 상	파트너사
신약	신생혈관 억제	ABL001	VEGF x DLL4	담도암				임상2/3상 (미국)	Compass Therapeutics
				고형암					
그랩 바디 B	항체	ABL301	α-Synuclein	파킨슨병				임상1상(미국)	Sanofi
	뉴클레오타이드, 항체 등	Unknown	Novel target	퇴행성 뇌질환					GSK
	미공개	미공개	미공개	미공개					Eli Lilly
그랩 바디 T	TCE	ABL111	CLDN18.2 x 4-1BB	위식도암				임상1상(미국, 중국)	NovaBridge, BMS
		ABL503	PD-L1 x 4-1BB	고형암				임상1상(미국, 한국)	NovaBridge
		ABL103	B7-H4 x 4-1BB	고형암				임상1b/2상 (미국, 한국, 호주)	MSD
		ABL105	HER2 x 4-1BB	고형암				임상1/2상 (미국, 한국, 호주)	유한양행
		ABL104	EGFR x 4-1BB	고형암				임상1/2상(한국)	유한양행
ADC	단일 항체	ABL202	ROR1 (proPBD)	고형암, 혈액암				임상1상 (미국, 호주, 중국)	CStone Pharmaceuticals
	차세대 ADC (이중항체 ADC 등)	ABL206	ROR1 x B7H3 (TOP1i)	고형암				임상1상	
		ABL209	EGFR x MUC1 (TOP1i)	고형암				임상1상	
		ABL20X	비공개 x 비공개 (TOP1i)	비공개					

Source: 에이비엘바이오, 다올투자증권

# 에이비엘바이오

등급	자산규모	평가기기	섹터
BB	5천억미만	2025 하반기	제약, 생명공학 및 생명과학
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	61.9	809/1299	61/100

### 연도별 성과

연도	등급
2023	BB
2024	B
2025	BB

### 섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	유한양행	한미약품
5천억이상	HK이노엔	엑세스바이오
5천억미만	영진약품	디앤디파마텍

### ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
1.8	29.2	15%	▼
0.0	17.6	중	▼
3.0	36.6	상	▼
평가제외	평가제외	평가제외	-
평가제외	평가제외	평가제외	-
31.7	47.6	35%	▼
41.0	48.0	상	▼
14.5	45.4	하	▼
20.0	52.9	하	▼
5.3	40.4	하	▼
62.5	57.9	50%	▲
50.8	49.0	상	▲
67.0	60.5	하	▲
65.3	55.9	상	▲
49.9	72.5	하	▼
100.0	75.9	중	▲
25.7	38.5	하	▼

### 컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

### \*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

### 주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	0.0%	22.6%	4.1%
2023	-	18.2%	7.0%
2024	-	19.6%	21.5%

에이비엘바이오 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	144.2	176.1	129.3	118.2	182.9
현금성자산	137.3	112.0	121.3	109.1	164.7
매출채권	0.6	59.1	3.0	4.0	13.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	87.8	104.9	107.4	101.2	101.0
투자자산	0.0	0.9	0.9	0.9	1.0
유형자산	85.4	101.1	103.4	96.9	96.4
무형자산	2.4	2.9	3.0	3.3	3.6
자산총계	232.0	280.9	236.7	219.3	283.9
유동부채	63.4	123.5	125.2	126.6	151.2
매입채무	14.0	9.2	10.4	11.2	35.1
유동성이자부채	43.6	55.1	55.1	55.1	55.1
비유동부채	1.3	0.7	0.7	5.8	5.8
비유동이자부채	0.0	0.2	0.2	5.2	5.2
부채총계	64.7	124.2	125.9	132.3	157.0
자본금	27.0	27.6	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	511.0	545.0	545.0	545.0	545.0
이익잉여금	(398.3)	(436.2)	(485.1)	(508.8)	(468.9)
자본조정	27.6	18.4	18.4	18.4	18.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	167.3	156.7	110.7	87.0	126.9
투자자본	73.6	100.0	44.7	38.2	22.6
순차입금	(93.7)	(56.7)	(66.0)	(48.8)	(104.3)
ROA	(28.3)	(14.8)	(22.7)	(2.0)	(3.9)
ROE	(46.0)	(23.5)	(44.7)	(4.7)	(9.4)
ROIC	(56.4)	(33.7)	(63.6)	(15.2)	(33.0)

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	33.4	79.3	39.2	98.1	117.7
증가율 (Y-Y,%)	(49.0)	137.6	(50.5)	150.0	20.0
영업이익	(59.4)	(40.4)	(63.5)	(8.7)	(13.8)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(57.0)	(36.9)	(59.7)	(5.0)	(10.2)
영업외손익	3.8	2.5	4.7	4.1	3.9
순이자수익	1.8	2.0	2.1	2.0	2.0
외화관련손익	1.4	0.6	3.1	2.6	2.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(55.5)	(37.9)	(58.9)	(4.6)	(9.9)
당기순이익	(55.5)	(37.9)	(58.9)	(4.6)	(9.9)
지배기업당기순이익	(55.5)	(37.8)	(58.8)	(4.6)	(9.9)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(43.0)	(29.3)	(46.1)	(6.3)	(10.0)
(+) Dep	2.4	3.4	3.8	3.7	3.6
(-) 운전자본투자	(11.2)	8.6	(57.8)	(0.3)	(15.3)
(-) Capex	9.1	20.8	6.0	(2.9)	2.9
OpFCF	(38.6)	(55.2)	9.6	0.7	6.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	5.6	(15.7)	43.2	14.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(177.8)	(50.9)	(161.9)	(8.9)	(11.8)
EBITDA마진(%)	(170.5)	(46.6)	(152.2)	(5.1)	(8.7)
순이익률 (%)	(166.2)	(47.7)	(150.0)	(4.7)	(8.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	(69.4)	(41.3)	12.5	(20.0)	58.7
당기순이익	(55.5)	(37.9)	(58.9)	(4.6)	(9.9)
자산상각비	2.4	3.4	3.8	3.7	3.6
운전자본증감	(20.8)	(11.9)	57.8	0.3	15.3
매출채권감소(증가)	0.9	(59.4)	56.2	(1.0)	(9.2)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	3.6	(3.7)	1.1	0.8	24.0
투자현금	(47.2)	62.1	(6.0)	2.8	(3.1)
단기투자자산감소	(38.2)	82.0	0.3	0.3	0.3
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(9.1)	(20.8)	(6.0)	2.9	(2.9)
유무형자산감소	0.9	3.5	(0.3)	(0.4)	(0.4)
재무현금	144.6	32.5	2.9	5.0	0.0
차입금증가	(1.3)	11.3	0.0	5.0	0.0
자본증가	145.9	21.2	2.9	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	28.2	55.7	9.3	(12.2)	55.5
총현금흐름(Gross CF)	(51.1)	(31.9)	(45.3)	(20.3)	43.3
(-) 운전자본증가(감소)	(11.2)	8.6	(57.8)	(0.3)	(15.3)
(-) 설비투자	9.1	20.8	6.0	(2.9)	2.9
(+) 자산매각	0.9	3.5	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	(119.0)	18.4	6.5	(17.2)	55.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(119.0)	18.4	6.5	(17.2)	55.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(1,150)	(686)	(1,066)	(75)	(162)
BPS	3,050	2,755	1,736	1,341	1,993
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	9.8	72.6	64.5	83.4	56.1
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	157.3
PSR	48.4	138.9	157.2	69.5	57.9
재무건전성 (%)					
부채비율	38.7	79.3	113.7	152.2	123.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	227.5	142.6	103.3	93.3	121.0
이자보상배율	32.3	20.4	31.0	4.4	6.8
이자비용/매출액	0.1	1.3	2.3	1.0	0.7
자산구조					
투자자본(%)	34.9	47.0	26.8	25.8	12.0
현금+투자자산(%)	65.1	53.0	73.2	74.2	88.0
자본구조					
차입금(%)	20.7	26.1	33.3	41.0	32.2
자기자본(%)	79.3	73.9	66.7	59.0	67.8

자료: 다올투자증권

# 올릭스

(226950)

## Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		유지
적정주가			
Earnings			

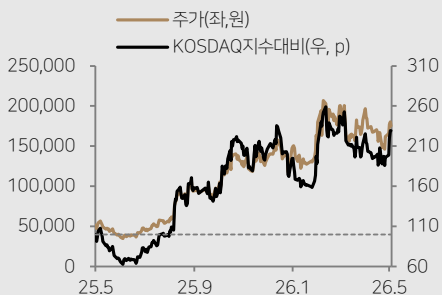
### Stock Information

현재가 (6/1)	172,800원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	35,079억원
비중(KOSDAQ내)	0.59%
발행주식수	20,301천주
52주 최저가 / 최고가	34,800 - 207,000원
3개월 일평균거래대금	641억원
외국인 지분율	9.6%
주요주주지분율(%)	
이동기 (외 15인)	17.2
국민연금공단 (외 1인)	5.5
이재영 (외 1인)	0.3

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	5.1	22.0	21.1
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	0.2	27.1	218.2	23.1
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	12.1	13.2	175.2	9.6

### Price Trend



DAOL 다올투자증권

## 보여줄 게 많다

### Issue

siRNA 전문 기업. 업황 점검

### Pitch

OLX702A(MASH) 임상1상 종료, OLX501A(비만) 전임상 결과, OLX104C(탈모) 임상1b/2a상 중간 결과 등 2H26 R&D 모델템 집중. 로레알 그룹 벤처펀드(BOLD) 전략적 지분 투자 유치로 플랫폼 가치 재확인. 추가 L/O 기대감 높아지는 구간

### Rationale

- RNA 시장의 빠른 성장과 함께 빅파마의 파트너십 달이 심혈관, 대사, CNS 등 만성질환 중심으로 재편되는 가운데 릴리·한소제약·로레알과의 파트너십을 통해 기술력 검증한 올릭스에 우호적인 환경이 조성되고 있음. 임상 진전에 따른 추가 L/O 기대
- OLX702A(MASH)는 1상 단회 투여 시험에서 평균 60~80% 간지방 감소, 10개월 이상 약효 지속 확인. 1상 마무리 단계로 2H26 마일스톤 수취 기대. 멀티플 타겟 추가 데이터도 2H26 발표 예정으로 추가 L/O 가능성 존재
- OLX501A(비만)은 ALK7 타겟으로 지방세포 신호 차단. 6월 전임상 결과 발표 예정으로 조기 L/O 가시성 높아질 전망
- OLX104C(탈모)는 탈모신호만 차단해 남녀 모두 사용 가능한 차별화된 경쟁력 보유. 2H26 1b상 데이터 공개 예상

### Earnings Forecasts

(단위:십억원,%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	2.5	3.7	9.3	17.1	5.7	14.7
영업이익	(16.2)	(24.2)	(22.4)	(18.2)	(30.9)	(30.0)
EBITDA	(15.1)	(22.6)	(20.3)	(15.5)	(28.3)	(27.5)
지배주주순이익	(19.4)	(29.7)	(19.5)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
순차입금	(48.8)	(0.9)	(2.2)	21.8	42.5	(75.0)
매출증가율	1.2	0.5	1.5	0.8	(0.7)	1.6
영업이익률	(648.0)	(659.4)	(240.1)	(106.6)	(544.6)	(204.4)
지배주주순이익률	(776.0)	(802.7)	(209.7)	(111.7)	(714.0)	(106.8)
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지	적지
ROE	(44.5)	(94.9)	(51.8)	(33.0)	(120.1)	(18.8)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

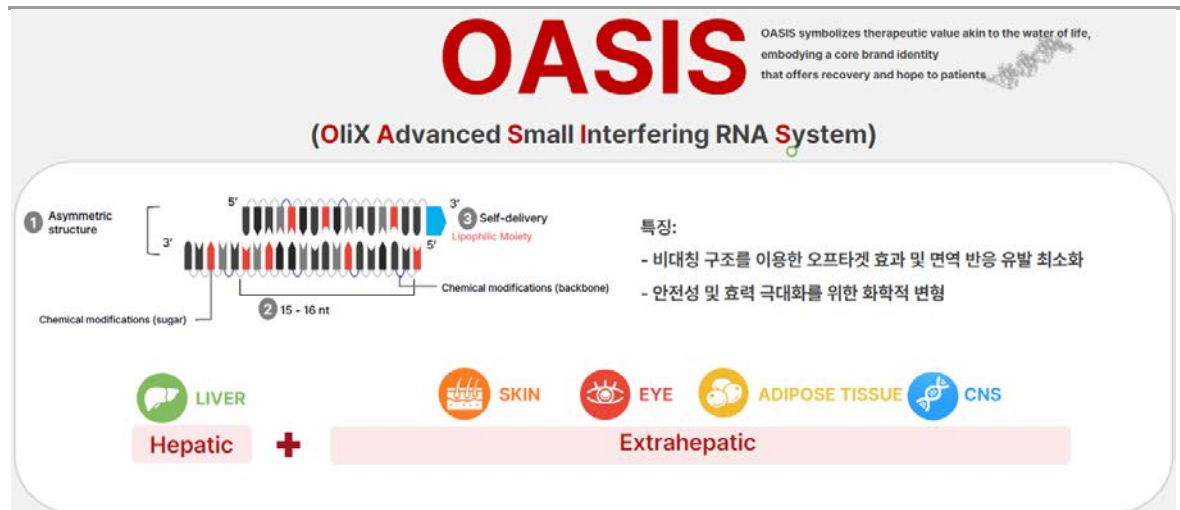
## I. 검증된 플랫폼, 비만·MASH의 핵심 퍼즐

올릭스는 비대칭 siRNA(asiRNA) 기반 플랫폼 OASIS를 보유하고 있다. 기존 저분자·항체 치료제가 이미 생성된 단백질을 억제하는 방식이라면, siRNA는 그 이전 단계인 mRNA를 절단해 표적 단백질 생성을 원천 차단한다. 일반적으로 siRNA는 동일한 길이의 두 가닥으로 구성되는 반면, 올릭스의 asiRNA는 표적 mRNA와 결합하는 가닥을 길게, 전달을 보조하는 가닥은 짧게 설계해 비표적 부위 결합을 최소화하면서 정밀한 절단이 가능하다. 전달 기술도 이중으로 갖추고 있다.

간 특이적 전달체인 GalNac을 활용하는 GalNac-asiRNA는 대사질환을 타겟하고, 전달체 없이 조직을 직접 침투하는 cp-asiRNA는 피부·안구 등 비간 조직까지 적용 범위를 넓힌다. 단회 투여 후 평균 6개월의 긴 반감기도 환자 편의성과 상업적 매력도를 높이는 요소다.

2025년 일라이 릴리와 6.3억달러 기술이전 계약, 한소제약·로레알과의 파트너십, 그리고 2026년 6월 로레알 그룹 벤처펀드(BOLD)의 전략적 지분투자(1,100억원) 유치를 통해 플랫폼 기술력이 글로벌 수준에서 검증됐다.

Fig. 83: OASIS 플랫폼: 비대칭 구조로 안전성 및 유효성 극대화



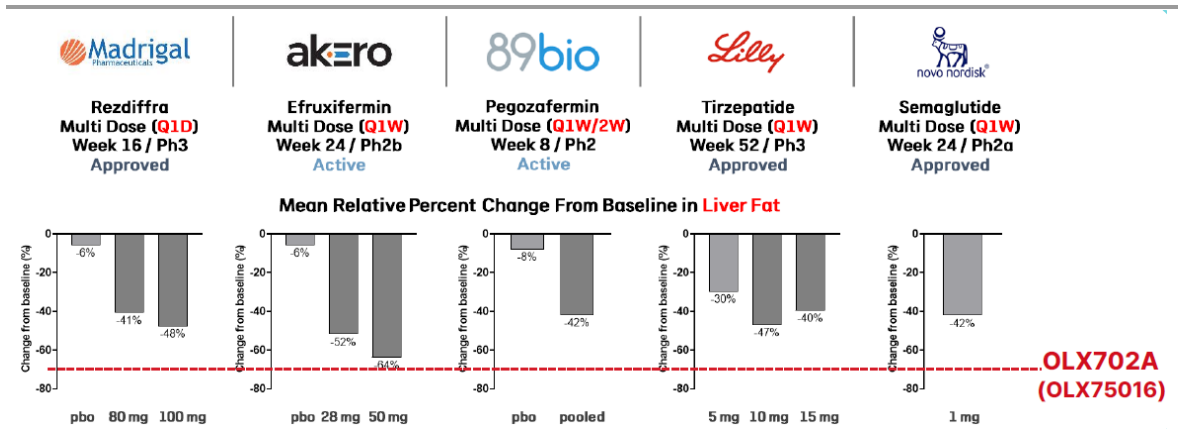
Source: 올릭스, 다올투자증권

일라이 릴리의 핵심 자산인 OLX702A는 MARC1을 타겟으로 간 내 지질 합성을 억제하는 MASH 치료제다.

SAD(단회투여) 임상에서 평균 60~80% 간 지방 감소(경쟁 약물 50~60%)와 10개월 이상의 약효 지속이 확인됐다. 위고비 병용 시 단독 대비 지방 및 복부둘레 감소 효과가 더 크게 관찰되어 GLP-1 계열과의 병용 가능성도 확인됐다. MAD(다회투여) 임상은 마무리 단계로 2H26 마일스톤 수취가 기대된다.

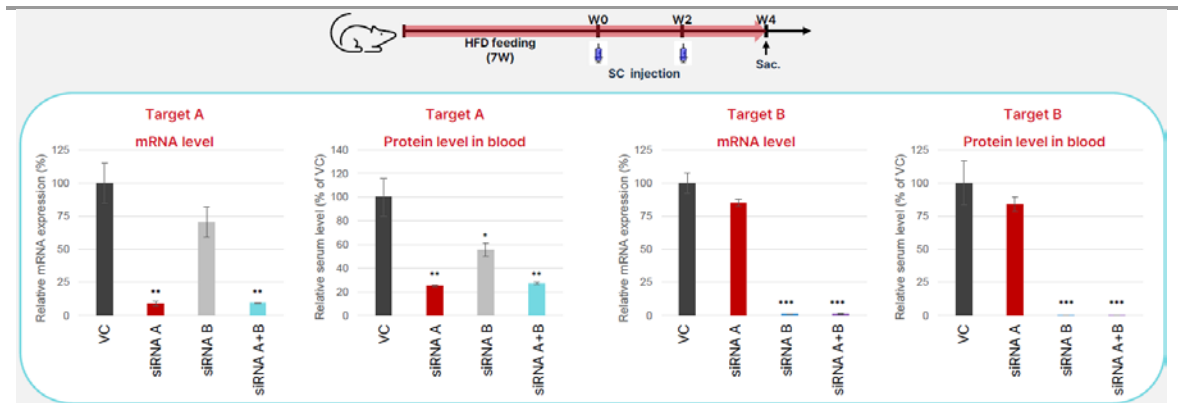
기존 딜에는 MARC1과 추가 유전자를 동시에 타겟하는 멀티플 타겟에 대한 옵션 구조가 포함되어 있으며, 2H26 추가 전임상 데이터 발표를 통한 옵션 행사 및 추가 L/O 가능성도 존재한다.

Fig. 84: OLX702A: 승인/임상3상 MASH 치료제 대비 경쟁 우위점



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 85: 듀얼 타겟팅(대사질환): 두 타겟 동시 억제 시 단일 투여군과 동등한 억제 효과 확인

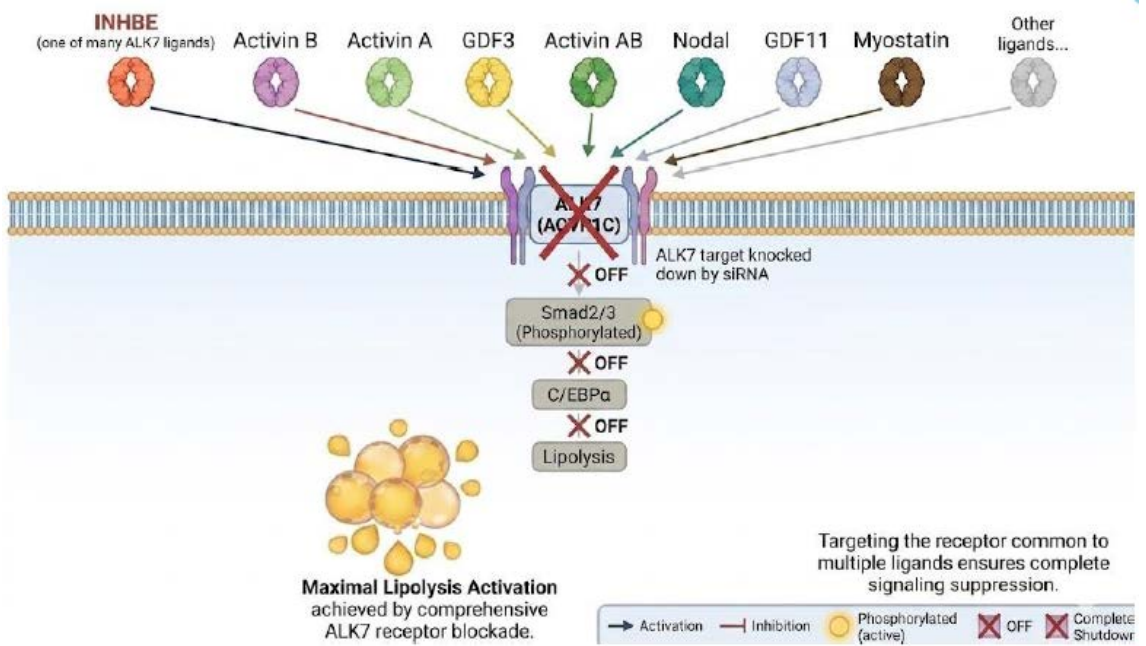


Source: 올릭스, 다올투자증권

## II. GLP-1의 한계를 깨부술 RNA의 전진

비만 치료제 시장의 경쟁 축이 단순 체중감소율을 넘어 근육 손실을 최소화하는 '체중감량의 질(Weight Quality)'로 이동하고 있다. 기존 GLP-1 계열은 식욕 억제를 통해 전체 칼로리 섭취를 줄이는 방식으로 지방과 근육이 함께 감소하는 한계가 있다. 반면 INHBE·ALK7 경로는 간에서 분비되는 INHBE(Activin E)가 지방세포의 ALK7 수용체에 결합해 지방 축적 신호를 활성화하는 구조로, 이를 억제하면 근육 대사 경로에 영향을 주지 않고 지방만을 선택적으로 줄일 수 있다. GLP-1 계열과 작용 경로가 달라 병용 시 시너지 가능성도 높다. 빅파마의 RNA 파트너십 딜도 심혈관·대사질환 중심으로 재편되고 있어 INHBE·ALK7 타겟에 대한 관심은 더욱 높아질 전망이다.

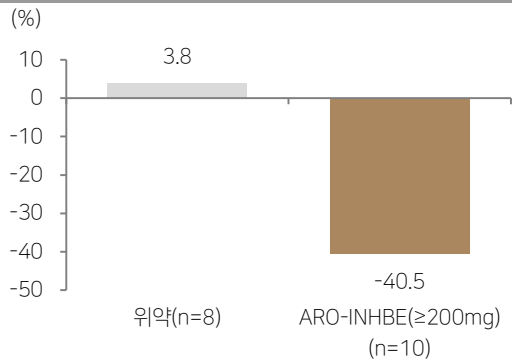
Fig. 86: ALK7 타겟 작용 기전



Source: 올릭스, 다올투자증권

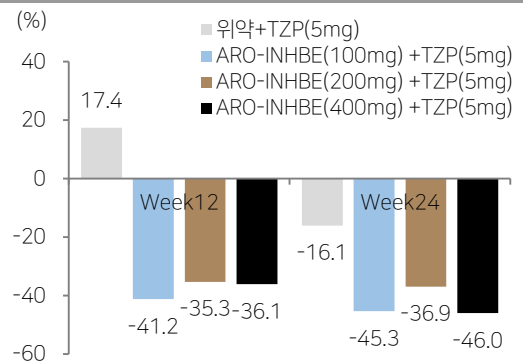
경쟁 현황을 보면 애로우헤드가 가장 앞서 있다. ARO-INHBE는 EASL(유럽간학회) 2026에서 발표된 임상1/2a상 중간 데이터에서 비만 환자 대상 위약 대비 간 지방(LFC) 44% 감소를 확인했으며, 췌바운드 저용량 병용 시 내장지방·간지방 감소 효과가 단독 대비 더 뚜렷했다. 연 2회 투여 가능성으로 높은 투여 편의성도 기대된다. ALK7 수용체를 직접 억제하는 ARO-ALK7은 단회 투여 8주 시점 위약 대비 내장지방 14.1% 감소를 확인했으며 연내 추가 데이터 발표가 예정되어 있다. 엘나일람(ALN-2232)도 같은 타겟으로 임상을 진행 중이다. 2026년 5월 마드리갈이 애로우헤드의 ARO-PNPLA3 기술을 도입하며 RNA 기반 대사질환 달 모멘텀도 재확인됐다.

**Fig. 87:** ARO-INHBE 1/2a상(비만): 간 지방 40.5% 감소



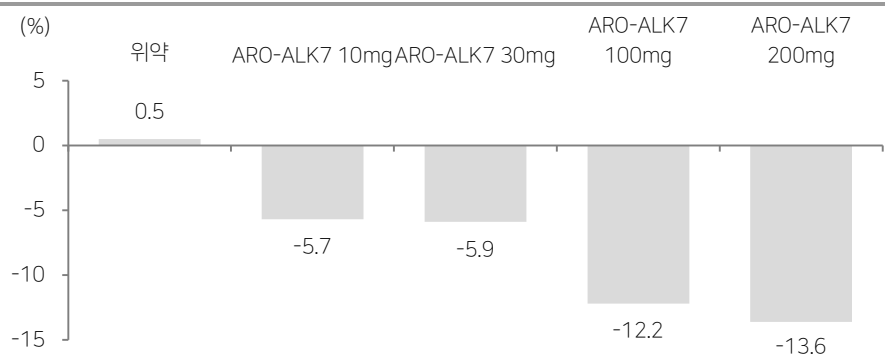
Source: EASL 2026, Arrowhead, 다올투자증권

**Fig. 88:** ARO-INHBE+TZP 병용: 간 지방 46% 감소



Source: EASL 2026, Arrowhead, 다올투자증권

**Fig. 89:** ARO-ALK7 1/2a상: 단회 투여, 내장 지방 13.6% 감소

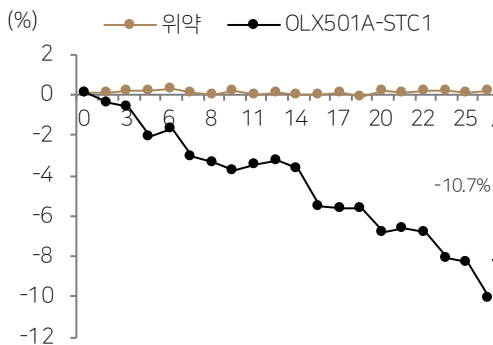


Source: Arrowhead, 다올투자증권

올릭스의 OLX501A는 ALK7 수용체 자체를 억제해 INHBE뿐 아니라 관련 신호 전체를 차단하는 기전으로, 리간드 하나만 막는 방식보다 더 넓고 강력한 지방 억제 효과를 기대할 수 있다.

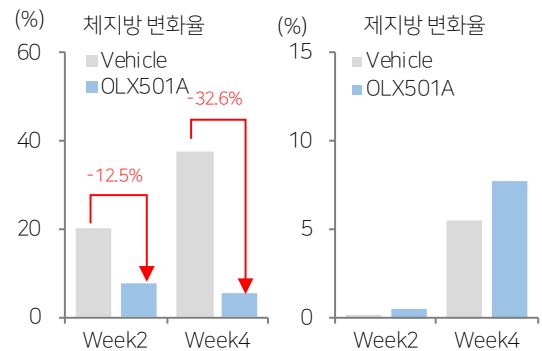
비만 마우스 모델에서 체중 10.7% 감소, 체지방 감소와 함께 근육량 증가가 확인됐다. 췌바운드 저용량과의 병용에서도 고용량 병용과 유사한 효능이 관찰되어 GLP-1 용량 부담을 낮출 수 있는 가능성도 제시됐다. GEN2(최적화 물질) 기반 영장류 데이터는 6월 중 확인할 수 있을 전망이다. 1H27 IND 신청을 목표로 전임상 단계에서의 조기 L/O를 추진 중이며, 6월 영장류 데이터가 파트너링 논의의 분기점이 될 것으로 기대된다.

Fig. 90: OLX501A 마우스 모델: 체중 감소 효과



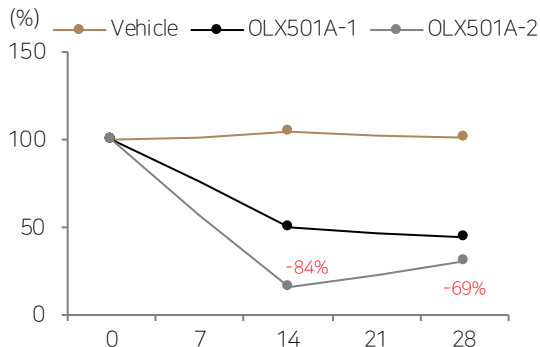
Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 91: OLX501A 마우스 모델: 지방 감소 + 근육 보존



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 92: OLX501A 영장류 전임상: ALK7 유전자 억제



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 93: 글로벌 ALK7-siRNA 치료제 개발 동향

약물명	개발회사	임상단계	체중 감소율	내장지방 감소율	근육 감소율
ARO-ALK7	Arrowhead	1/2a상	미공개	-13.6%	미공개
ALN-2232	Alnylam	1상	임상1상 결과 2H26 발표 예정 (미공개)		
SGB-ALK7	Sanogene	전임상	전임상 단계로, 수치 미공개 (체중, 지방량 감소, 제지방 보존)		

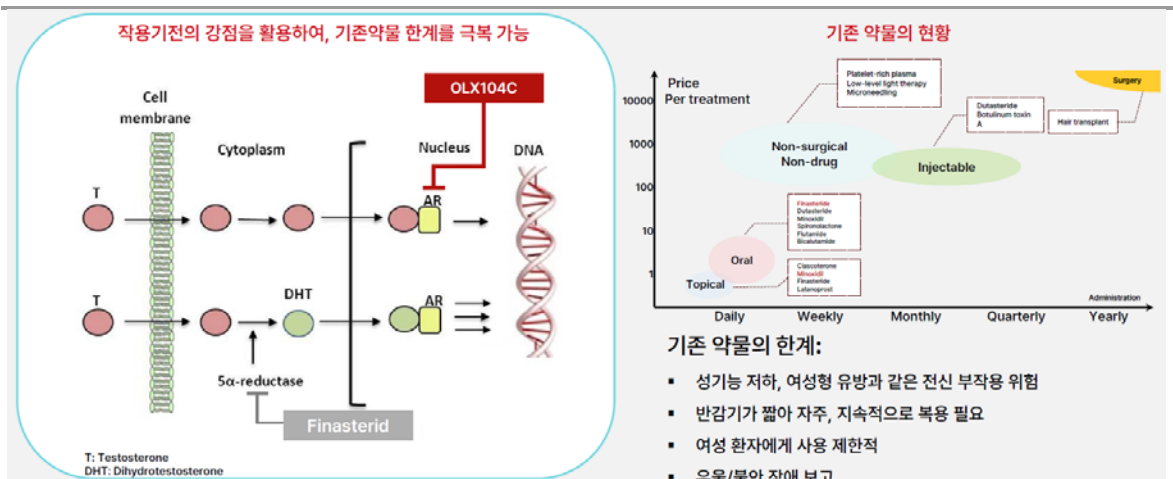
Source: 각 사, 다올투자증권

### III. siRNA가 바꿀 탈모 시장의 판도

현재 안드로겐성 탈모 치료제 시장은 선택지가 제한적이다. 피나스테리드(Finasteride)·두타스테리드(Dutasteride)는 5 $\alpha$ -환원효소를 억제해 남성호르몬(DHT) 생성 자체를 줄이는 방식으로 호르몬 경로를 직접 건드리기 때문에 임신 부 및 여성에게 금기이며 성기능 이상, 우울감 등 전신 부작용 우려가 있다. 미녹시딜(Minoxidil)은 남녀 모두 사용 가능하지만 기전이 혈관 확장으로 탈모 원인을 직접 타겟하지 않아 효과가 제한적이다. JAK억제제(올루미엔트 등)는 원형탈모 치료제로, 안드로겐성 탈모와는 병인 자체가 달라 직접 비교 대상이 아니다. 결국 안드로겐성 탈모에서 여성이 사용할 수 있는 근본적인 치료제는 사실상 없는 상황이다.

OLX104C는 이 공백을 겨냥한다. DHT 생성을 막는 것이 아니라 DHT 신호를 받아 탈모를 유발하는 안드로겐 수용체 발현 자체를 억제하는 기전으로, 성호르몬을 건드리지 않고 탈모 신호만 차단한다. 에스트로겐·프로게스테론 기반 여성 탈모 치료제가 경구 복용으로 전신 호르몬 영향이 불가피한 것과 달리, OLX104C는 국소 투여 기반으로 전신 노출에 따른 안전성 부담이 제한적이다. 여기에 낮은 투여 빈도로 환자 편의성도 높다.

Fig. 94: OLX104C(탈모) 작용 기전 및 기존 약물의 한계



Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 95: OLX104C 임상1b/2a상 디자인

호주 임상 디자인	임상1b상	임상2a상
투여 횟수	총 3회 투여 (28일 간격)	총 6회 투여 (28일 간격)
투여 정보	2개 그룹 (by dose: 0.5mg/1.5mg)	4개 그룹 (by dose: 0.1mg/0.5mg/1.5mg/placebo)
환자 수	24명	134명 (최대)
추적 관찰 기간	4주	4주
1차 평가지표	안전성 및 내약성	효력(efficacy)

Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 96: OLX104C 경쟁력: 경쟁약품과의 비교 분석

	OLX104C	Clascoterone	Pyrilutamide	Spironolactone (Off-label)	Flutamide (Off-label)	Minoxidil	Finasteride
Target	AR					Vasculature	5α-reductase
Modality	siRNA (lipid conjugate)	Small molecule				Small molecule	
Route	Intradermal	Topical	Topical	Oral	Oral	Topical	Oral
Efficacy (TAHC+)	TBD	9.8c	10d	-	-	9.5a	17b
Safety	Excellent safety profile in P1	Steroidal AR blocker	Non-steroidal AR blocker	Hyperkalemia	Hepatotoxicity	Systemic vascular dilation	Hormonal Imbalance
Dosage	QM	BID	BID	QD	QD	QD	QD
Stage	Phase1b/2a	Phase3	Phase3			Approved	Approved
Unmet Needs		Frequent dosing		Safety	Safety	Limited efficacy	Women usage

Source: 올릭스, 다올투자증권

Note: QM(1개월 1회 투여), QD(하루 1회 투여), BID(하루 2회 투여)





## IV. CNS: 올릭스의 넥스트 성장 동력

RNA 치료제 시장은 2025년 73억달러를 돌파하며 연평균 19% 성장세를 이어가고 있다. 2020년 50건에 불과했던 RNA 임상 시작 건수는 2025년 164건으로 빠르게 확대되고 있으며, 빅파마의 RNA 파트너십 딜도 만성질환 중심으로 재편되며 2026년 들어 다시 반등하고 있다. 적응증은 심혈관·대사질환에서 종양학, CNS까지 전방위로 확장되는 추세다.

올릭스의 중장기 파이프라인도 이 흐름과 유사하다. 빅파마의 CNS RNA 투자가 본격화되는 가운데, 노바티스는 2025년 애로우헤드의 ARO-SNCA를 선급금 2억 달러, 최대 20억달러 규모로 도입했다. 바이오젠은 타우 타겟 ASO 디라너센(diranersen) 임상2상에서 1차 평가지표는 충족하지 못했으나 모든 투여군에서 타우 병리 감소와 인지 기능 저하 지연 경향이 관찰되며 임상3상 진행을 결정했다. CNS 영역에서도 RNA 치료제 가능성이 임상으로 확인되기 시작한 것이다.

올릭스도 Vect-Horus, Key2Brain 등 글로벌 플랫폼 기업과 협업해 혈뇌장벽(BBB) 셔들을 활용한 비침습적 전달 방식을 개발 중으로, 2H26 동물 모델 PoC(개념 입증) 데이터 공개가 예정되어 있다. 간·피부·안구·CNS까지, 올릭스의 전달 플랫폼이 닿는 범위가 RNA 치료제 시장 확장과 함께 넓어지고 있다.

Fig. 97: OASIS-CNS 파트너링 및 개발 일정

VHH 기반 주요 개발사 파트너링		
파트너사	특장점	
	다양한 VHH 라이브러리 보유 -> Payload 최적 VHH 선별 역량 siRNA 전달 POC 확보 핵산 치료제 개발사 IONIS 협업	<ul style="list-style-type: none"> <li>충분히 검증된 CNS 타겟 이용/인간 서열 최적화</li> <li>물질 분석법 내재화</li> <li>조기 NHP 평가 시험을 통한 개발 일정 가속화</li> <li>NHP 시험 후 개발물질 확보 임상 진입 전 기술이전 목표</li> </ul>
	PK 증진 기술 보유 단백질 전달 POC 확보 CNS 핵산 치료 타겟에 대한 올릭스 독점권 옵션 부여	
개발 전략 및 일정		
파트너사	적응증	개발단계
 	신경퇴행성 질환 (Target: Undisclosed)	Animal PoC 결과 2026 하반기 확보 예정

Source: 올릭스, 다올투자증권

Fig. 98: R&D 파이프라인 현황

구분	파이프라인	적응증	플랫폼 개발	연구단계	동물실험 (PoC)	전임상	임상	파트너사 현황
OASIS-Liver	OLX702A	MASH/비만		(호주) 임상 1상 진행 중				Eli Lilly (Global)
	OLX706A	심혈관질환						Hansoh (China)
	OLX706B	대사성질환						
	OLX706C	심혈관질환						
OASIS-D-Liver	OLX702W	대사성질환/ 심혈관질환						
OASIS-Skin	OLX104C	탈모		(호주) 임상 1b/2a 상 진행중				
	OLX101A	비대흉터		(미국) 임상 2상 완료				
OASIS-Eye	OLX301A	건성 황반변성(GA)		(미국) 임상 1상 완료				
OASIS-D-Eye	OLX3XX	건성 황반변성(GA)						
OASIS-Adipose	OLX501A	비만						
OASIS-D		대사성질환/ 심혈관질환 등						
OASIS-CNS		CNS 질환						

Source: 율릭스, 다올투자증권

# 올릭스

등급	자산규모	평가시기	섹터
AA	5천억미만	2025 하반기	제약, 생명공학 및 생명과학
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	94.7	115/1299	12/100

### 연도별 성과

2023	A
2024	BB
2025	AA

### 섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	유한양행	한미약품
5천억이상	HK이노엔	엑세스바이오
5천억미만	영진약품	디앤디파마텍

### ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	친환경 공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
<b>29.3</b>	<b>29.2</b>	<b>15%</b>	▲
29.0	17.6	중	▲
29.5	36.6	상	▼
평가제외	평가제외	평가제외	-
평가제외	평가제외	평가제외	-
<b>60.7</b>	<b>47.6</b>	<b>35%</b>	▲
65.3	48.0	상	▲
40.8	45.4	하	▼
43.0	52.9	하	▼
77.2	40.4	하	▲
<b>62.0</b>	<b>57.9</b>	<b>50%</b>	▲
57.3	49.0	상	▲
52.0	60.5	하	▼
57.9	55.9	상	▲
55.9	72.5	하	▼
100.0	75.9	중	▲
37.1	38.5	하	▼

### 컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

### \*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

### 주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	-	22.6%	-50.4%
2023	-	18.2%	-28.4%
2024	-	19.6%	32.1%

### 올릭스 재무제표 (K-IFRS 연결)

#### 대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	52.2	65.0	32.1	15.5	140.9
현금성자산	49.6	57.9	22.0	4.0	98.3
매출채권	0.3	1.1	5.0	0.9	6.2
재고자산	0.4	0.7	0.5	0.6	0.4
비유동자산	34.4	67.6	70.7	55.7	54.5
투자자산	0.8	28.3	24.8	2.6	2.1
유형자산	31.5	37.2	43.9	51.4	50.5
무형자산	2.1	2.1	2.0	1.7	1.9
자산총계	86.7	132.7	102.8	71.2	195.4
유동부채	40.4	39.5	6.6	30.1	21.3
매입채무	1.6	1.3	2.5	4.9	6.3
유동성이자부채	28.2	31.9	1.1	25.1	4.5
비유동부채	26.9	26.9	45.9	22.7	24.0
비유동이자부채	20.4	23.8	42.7	21.4	18.8
부채총계	67.3	66.4	52.5	52.8	45.3
자본금	6.9	8.4	8.4	9.2	11.1
자본잉여금	92.9	151.9	157.2	175.5	323.4
이익잉여금	(84.3)	(103.2)	(122.9)	(167.8)	(191.6)
자본조정	3.1	8.9	7.1	0.9	6.5
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	19.4	66.2	50.3	18.5	150.1
투하자본	18.5	37.2	48.6	59.0	73.8
순차입금	(0.9)	(2.2)	21.8	42.5	(75.0)
ROA	(36.6)	(20.0)	(16.2)	(46.7)	(11.8)
ROE	(94.9)	(51.8)	(33.0)	(120.1)	(18.8)
ROIC	na	(58.3)	(30.7)	(41.6)	(32.7)

#### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	(19.1)	(30.7)	(21.2)	(28.0)	(15.9)
당기순이익	(30.3)	(21.9)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
자산상각비	1.6	2.1	2.6	2.6	2.5
운전자본증감	7.5	(23.0)	3.2	7.3	(10.4)
매출채권감소(증가)	2.4	(8.5)	(7.2)	(1.8)	9.7
재고자산감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(4.8)	4.0	(4.8)
매입채무증가(감소)	(0.1)	(0.3)	0.2	(0.1)	0.2
투자현금	15.5	(54.8)	34.4	1.0	(104.9)
단기투자자산감소	41.4	(50.9)	43.2	10.0	(103.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.6)
설비투자	(26.3)	(2.5)	(9.2)	(14.9)	(1.3)
유무형자산감소	1.1	0.8	0.5	1.7	(0.2)
재무현금	26.6	56.0	(6.1)	18.5	123.8
차입금증가	19.6	(0.8)	(6.5)	18.6	1.9
자본증가	0.7	0.0	0.5	0.0	7.5
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	23.0	(29.4)	7.1	(8.1)	2.5
총현금흐름(Gross CF)	(21.1)	(21.8)	(13.3)	(26.4)	(23.1)
(-) 운전자본증가(감소)	(7.6)	9.0	5.2	1.9	19.2
(-) 설비투자	26.3	2.5	9.2	14.9	1.3
(+) 자산매각	1.1	0.8	0.5	1.7	(0.2)
Free Cash Flow	(3.2)	(85.0)	14.0	(27.2)	(118.3)
(-) 기타투자	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	0.6
잉여현금	(3.2)	(85.0)	14.0	(27.2)	(118.9)

자료: 다올투자증권

#### 손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	3.7	9.3	17.1	5.7	14.7
증가율 (Y-Y%)	(78.5)	153.7	83.1	(66.7)	158.3
영업이익	(24.2)	(22.4)	(18.2)	(30.9)	(30.0)
증가율 (Y-Y%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(22.6)	(20.3)	(15.5)	(28.3)	(27.5)
영업외손익	(5.8)	(6.7)	0.0	(10.2)	16.7
순이자수익	(2.0)	(1.5)	(2.2)	(4.1)	(0.7)
외화관련손익	(0.0)	(0.1)	0.0	(0.4)	0.4
지분법손익	0.0	0.0	(0.9)	(8.2)	0.0
세전계속사업손익	(30.0)	(29.1)	(18.2)	(41.1)	(13.3)
당기순이익	(30.3)	(21.9)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
지배기업당기순이익	(29.7)	(19.5)	(19.1)	(40.7)	(15.7)
증가율 (Y-Y%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(17.6)	(16.2)	(13.2)	(22.4)	(21.7)
(+) Dep	1.6	2.1	2.6	2.6	2.5
(-) 운전자본투자	(7.6)	9.0	5.2	1.9	19.2
(-) Capex	26.3	2.5	9.2	14.9	1.3
OpFCF	(34.6)	(25.6)	(24.9)	(36.6)	(39.8)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	130.0	102.0	90.3	15.6	16.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(659.4)	(240.1)	(106.6)	(544.6)	(204.4)
EBITDA마진(%)	(615.0)	(217.8)	(91.1)	(498.4)	(187.6)
순이익률(%)	(824.0)	(234.8)	(111.9)	(716.2)	(107.3)

#### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(2,168)	(1,423)	(1,192)	(2,203)	(780)
BPS	1,196	3,820	2,834	875	6,650
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	34.3	5.3	5.1	22.0	21.1
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	152.9	36.5	14.4	62.6	212.2
재무건전성 (%)					
부채비율	346.6	100.4	104.3	285.7	30.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	43.2	230.3	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	129.4	164.5	489.7	51.7	660.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	66.2	31.4	20.5	82.1	12.4
자산구조					
투하자본(%)	26.8	30.2	51.0	89.9	42.4
현금+투자자산(%)	73.2	69.8	49.0	10.1	57.6
자본구조					
차입금(%)	71.5	45.7	46.5	71.6	13.4
자기자본(%)	28.5	54.3	53.5	28.4	86.6

# 디앤디파마텍

(347850)

## Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		유지
적정주가			
Earnings			

### Stock Information

현재가 (6/1)	83,100원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	36,401억원
비중(KOSDAQ내)	0.61%
발행주식수	43,804천주
52주 최저가 / 최고가	19,445 - 110,000원
3개월 일평균거래대금	640억원
외국인 지분율	7.3%
주요주주지분율(%)	
이슬기 (외 13인)	20.5
디앤디파마텍우리스주 (외 1인)	0.0
양원석 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	3.6	81.3
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	12.0	(10.8)	283.9	(9.5)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	23.9	(24.7)	240.9	(22.9)

### Price Trend



DAOL 다음투자증권

## MASH 시장의 넥스트 히어로

### Issue

대사질환 전문 기업. 업황 점검

### Pitch

긍정적인 DD01(MASH) 2상 결과 발표로 GLP-1/GCG 계열 Best-in-class 포지셔닝 확보. L/O 모멘텀 유효. 경구용 비만 (화이자) 임상 진전에 따른 마일스톤 수취 기대. CNS, 간경변 등 다른 파이프라인은 잠재 업사이드 요인으로 작용 가능

### Rationale

- DD01 48주 조직생검 3개 핵심 지표(MASH 해소·섬유화 개선·복합지표) 발표. 모두 위약 대비 통계적 유의성 확보. 복합지표 통계 미달성 상태에도 빅파마 기술이전된 사례(GSK-Boston)가 있는 만큼 DD01의 기술이전 협상력 높다고 판단
- ORALINK 플랫폼 기반 경구 GLP-1 파이프라인은 멧세라와의 기술이전 계약이 체결된 상태. 화이자의 멧세라 인수 이후 경구 이중작용제 제형 개발을 위한 추가 연구용역 계약까지 체결되며 협력 범위 확대. 경구 비만 파이프라인 임상 진전에 따른 마일스톤 수취 기대
- NLY02(CNS)는 BBB 투과 가능한 저분자약물로 전임상 단계. 글로벌 빅파마의 CNS 투자 확대 기조 속 RIPK2 타겟에 대한 관심이 높아지고 있어 L/O 가능성 유효

### Earnings Forecasts

(단위:십억원,%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0.0	1.4	0.6	18.7	11.4	4.3
영업이익	(69.1)	(75.7)	(68.7)	(13.5)	(25.0)	(34.0)
EBITDA	(57.8)	(63.8)	(54.9)	(9.1)	(19.5)	(28.5)
지배주주순이익	(64.3)	(68.2)	(136.1)	3.9	(28.6)	(23.6)
순차입금	(54.8)	(10.7)	26.7	(7.4)	(20.4)	(41.8)
매출증가율	n/a	n/a	(0.6)	29.6	(0.4)	(0.6)
영업이익률	n/a	(5,547.7)	(11,244.2)	(72.2)	(218.7)	(791.0)
지배주주순이익률	n/a	(5,001.4)	(22,285.3)	21.1	(250.3)	(548.1)
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
ROE	(62.2)	(44.6)	(193.6)	12.2	(50.5)	(32.1)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다음투자증권

# 디앤디파마텍은,

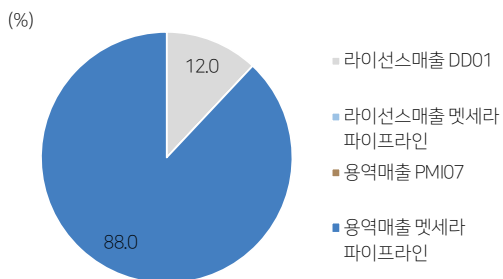
디앤디파마텍은 2014년 설립되어 24년 5월 코스닥에 상장하였다. 경구용 약물전달기술인 ORALINK와 폐길화 기술을 기반으로 경구용/장기 지속형 비만치료제(화이자 파트너링), MASH 치료제(DD01), 알츠하이머병 치료제(NLY01) 등 다양한 신약 파이프라인을 보유하고 있다.

23년 Metsera 대상 GLP-1 계열 비만치료제 기술이전으로 플랫폼 가치를 입증하였으며, 25년 화이자 인수 이후, 적극적인 개발 모멘텀이 강화되고 있다. 또한, DD01은 GLP-1/GCG 이중작용제 MASH 치료제로, 미국 임상2상 결과 통계적으로 유의한 간섬유화 개선 및 MASH 해소 가능성을 확인하였다.

당사는 6월 1일 기준 시가총액은 3조 6,401억원 이고, 코스닥 제약업종에 속해 있다.

## 사업부문 Breakdown

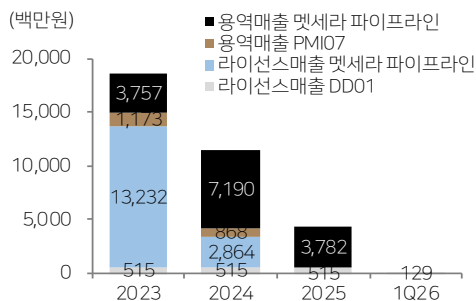
- 25년 기준 매출액 약 43억원, DD01 라이선스 매출 12%, 멧세라 파이프라인에서 창출된 용역 매출 88%로 구성
- 최근 3년간 GLP-1 비만 파이프라인 기술 이전에서 주요 매출이 발생하였으며 (23년 멧세라, 25년 화이자), 일부 기술이전 품목과 관련된 용역매출 발생



Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

## Financials

- 23년 4월 멧세라에 비만치료제 후보물질 및 경구 플랫폼 기술을 약 5,500억원 규모로 기술이전하며 라이선스 매출이 동사 외형성장의 주요 요인으로 작용
- 25년 9월 화이자의 멧세라 인수 이후, 동사 GLP-1 경구용 비만 치료제는 화이자의 개발 체계에 편입, 기존 파트너링 자산의 가치가 재부각
- 동사의 실적은 기술료 인식 비중이 높은 구조로, 라이선스 매출 인식 시점에 따라 연도별 매출 변동성이 있음



Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

## 주가

- 25년 6월 DD01 임상2상 중간데이터 발표 및 25년 9월 화이자의 멧세라 인수 이슈가 부각되며, 파트너링 가치 재평가로 주가 상승
- 이후, 26년 5월 EASL을 통해 공개된 DD01의 임상2상 48주 결과를 통해 MASH 해소 확인되며, 자체 파이프라인 가치가 부각되었음



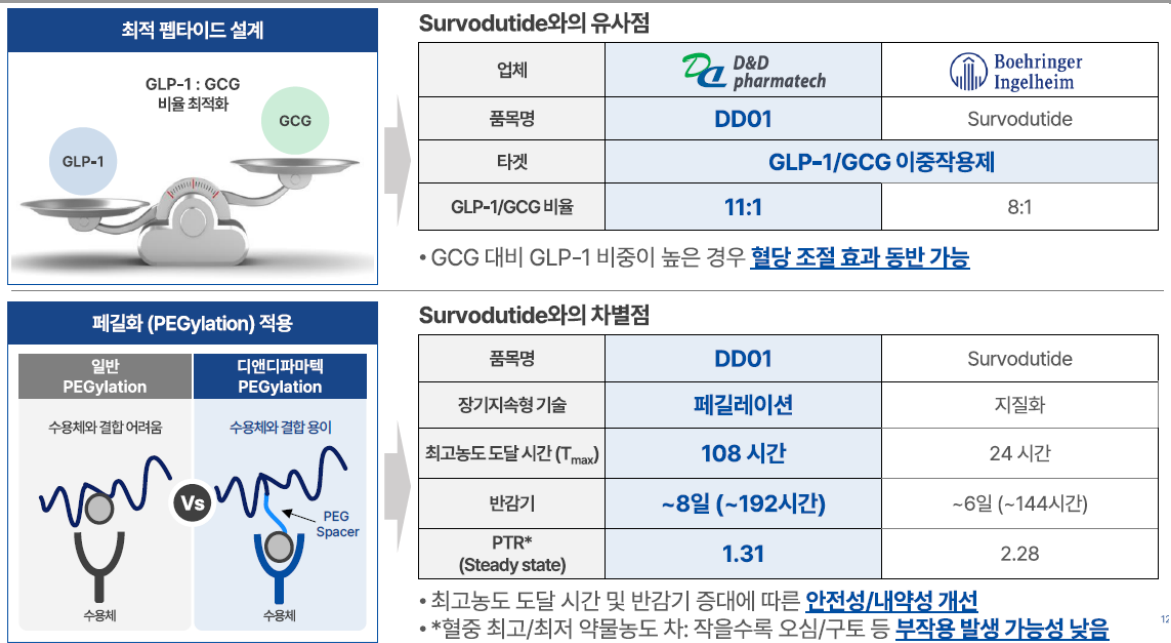
Source: Quantiwise, 다올투자증권

## I. 데이터로 입증한 Best-in-class DD01

DD01(자보페글루타이드; Zabopeglutide)은 GLP-1과 글루카곤(GCG) 수용체를 동시에 활성화하는 이중 작용 펩타이드로, GLP-1:GCG 역가 비율은 11:1로 설계됐다. GLP-1이 체중 감소와 혈당 조절을 담당하는 반면, 글루카곤 수용체 활성화는 간 세포 내 지방을 직접 분해·연소시키는 역할을 한다. PEGylation 기술로 약물이 체내에서 서서히 흡수되고 오래 지속돼 혈중 농도 급등락 없이 안정적인 약효를 유지한다. 내약성이 우수해 치료 중단률이 낮다는 점도 경쟁력이다.

GLP-1 단독 약물은 체중이 빠지면서 간 지방이 간접적으로 감소하는 구조인 반면, DD01은 글루카곤 수용체를 통해 간세포가 지방을 직접 태우도록 유도하기 때문에 체중 감량이 충분하지 않은 환자에서도 간 개선 효과를 기대할 수 있다.

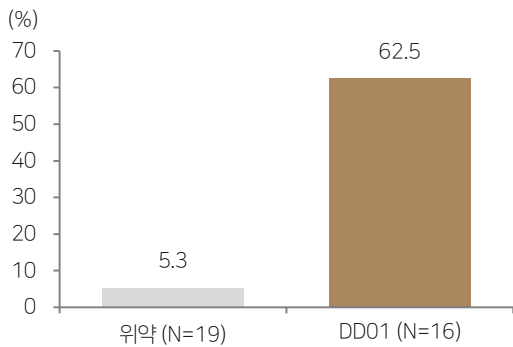
Fig. 99: DD01(자보페글루타이드)의 특징점



Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

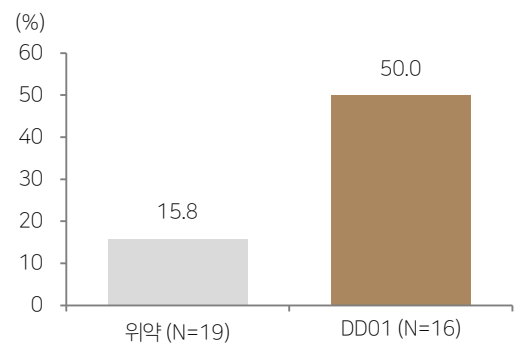
최근 EASL(유럽 간 학회) 2026에서 공개된 48주 조직생검 결과는 이 기전적 차별점을 임상 데이터로 뒷받침했다. MASH 해소 62.5%(vs. 위약군 5.3%, 위약보정 +57.2%p,  $p < 0.001$ ), 섬유화 개선 50.0%(vs. 위약군 15.8%, 위약보정 +34.2%p,  $p < 0.05$ ), 복합지표 37.5%(vs. 위약군 5.3%, 위약보정 +32.2%p,  $p < 0.05$ )로 세 지표 모두 통계적 유의성을 확보했다. 체중 감소가 5% 미만에 그친 환자군에서도 12주차 간 지방이 37% 감소했다는 점도 주목할 만하다. 체중 감량 효과와 무관하게 글루카곤 수용체를 통한 간 직접 작용이 독립적으로 작용했음을 시사하기 때문이다.

**Fig. 100:** DD01 2상 결과: MASH 해소(섬유화 악화 없음)



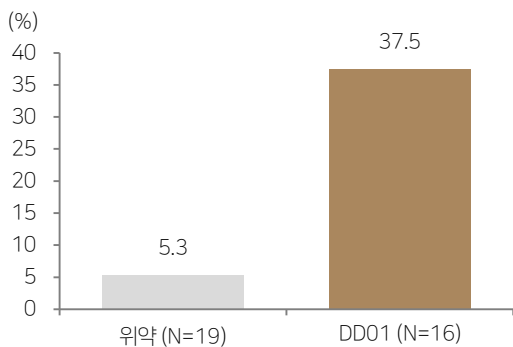
Source: EASL 2026, 다올투자증권

**Fig. 101:** 섬유화 개선 $\geq$ 1단계(MASH 악화 없음)



Source: EASL 2026, 다올투자증권

**Fig. 102:** MASH 해소 및 섬유화 개선  $\geq$  1단계 동시 달성



Source: EASL 2026, 다올투자증권

**Fig. 103:** 12주차 체중 감소 여부에 따른 간 지방 감소율

	위약	DD01	p-value
$\geq 5\%$ 체중 감소율	N/A	-81%	N/A
$< 5\%$ 체중 감소율	1.6%	-37%	$< 0.0001$

Source: EASL 2026, 다올투자증권

경쟁 파이프라인과 비교해보면, 베링거인겔하임/질랜드의 서보두타이드 (Survodutide; 현재 3상 진행 중)는 임상2상(48주) 기준 MASH 해소 위약보정 +48%p(4.8mg)로 DD01(+57.2%p) 대비 낮으며, 섬유화 개선은 위약 보정 +14%p로 통계적 유의성은 별도로 보고되지 않았다. 알티문의 펨비두타이드(Pemvidutide; 3상 준비 중)는 임상2b상(24주) 기준 MASH 해소는 통계적 유의성 확보(위약보정 +32~38%p,  $p < 0.0001$ )했으나, 섬유화 개선(위약보정 +5~8%p)은 통계적 유의성을 확보하지 못했다.

세마글루타이드 (Semaglutide; ESSENCE 3상, 72주)의 허가 기준인 MASH 해소 +28.7%p, 섬유화 개선 +14.4%p 대비해도 DD01(2상, 48주)의 수치는 뚜렷하게 높다. 다만 임상 단계, 기간, 환자군이 상이한 만큼 직접 비교에는 유의가 필요하다.

Fig. 104: MASH 치료제 개발 현황

제품명	DD01	Survodutide	Pemvidutide	Efinopeg-dutide	Tirzepatide	Semaglutide	Resmetirom	VK2809
기업명	디앤디 파마텍	Boehringer Ingelheim	Altimune	MSD	Eli Lilly	Novo Nordisk	Madrigal	Viking Therapeutics
시가총액 <sup>1</sup>	3.64조	비상장	0.9조원	442.2조원	1,567.7조원	233.7조원	17.3조원	5.7조원
MASH 적응증 개발단계	임상2상 (진행 중)	임상3상 (진행 중)	임상2b상 (완료)	임상2b상 (완료)	임상2상 (완료)	허가 ('25.08)	허가 ('24.03)	임상2b상 (완료)
타깃	GLP-1/GCG (11:1)	GLP-1/GCG (8:1)	GLP-1/GCG (1:1)	GLP-1/GCG	GLP-1/GIP	GLP-1	THR-β	THR-β
투여주기 /방법	주1회 (피하주사)	주1회 (피하주사)	주1회 (피하주사)	주1회 (피하주사)	주1회 (피하주사)	주1회 (피하주사)	1일1회 (경구투여)	1일1회 (경구투여)
임상대상	MASLD/MASH	MASH	MASH	MASLD	MASH	MASH	MASH	MASH
Fibrosis 단계	F1~3	F1~3	F2~3	F1~3	F2~3	F2~3	F2~3	F1~3
임상기간	48주	48주	24주	24주	52주	72주	52주	52주
지방간 감소 <sup>2</sup>	-62.3% (n=31)	-64.3% (n=46)	-62.8% (n=79)	-72.7% (n=72)	-57% (n=48)	-57% (n=34)	-46.6% (n=323)	-55.3% <sup>6</sup> (n=49)
지방간30% 이상 감소 환자 비율 <sup>2</sup>	75.8%	76.9%	83.5%	81.9%	N/A	73.5%	N/A	87.8% <sup>6</sup>
섬유화 악화없는 MASH 해소(%) <sup>3</sup>	57.2% (n=16)	47.7% <sup>4</sup> (n=34)	32.0% (n=85)	N/A	52.6% (n=48)	28.7%	20.2% (n=321)	45.7% <sup>6</sup> (n=44)
MASH 악화없는 섬유화 개선(%) <sup>3</sup>	34.2% (n=16)	36.6% <sup>4</sup> (n=34)	7.4% <sup>5</sup> (n=85)	N/A	21.3% (n=48)	14.4%	11.7% (n=321)	22.7% <sup>6</sup> (n=44)

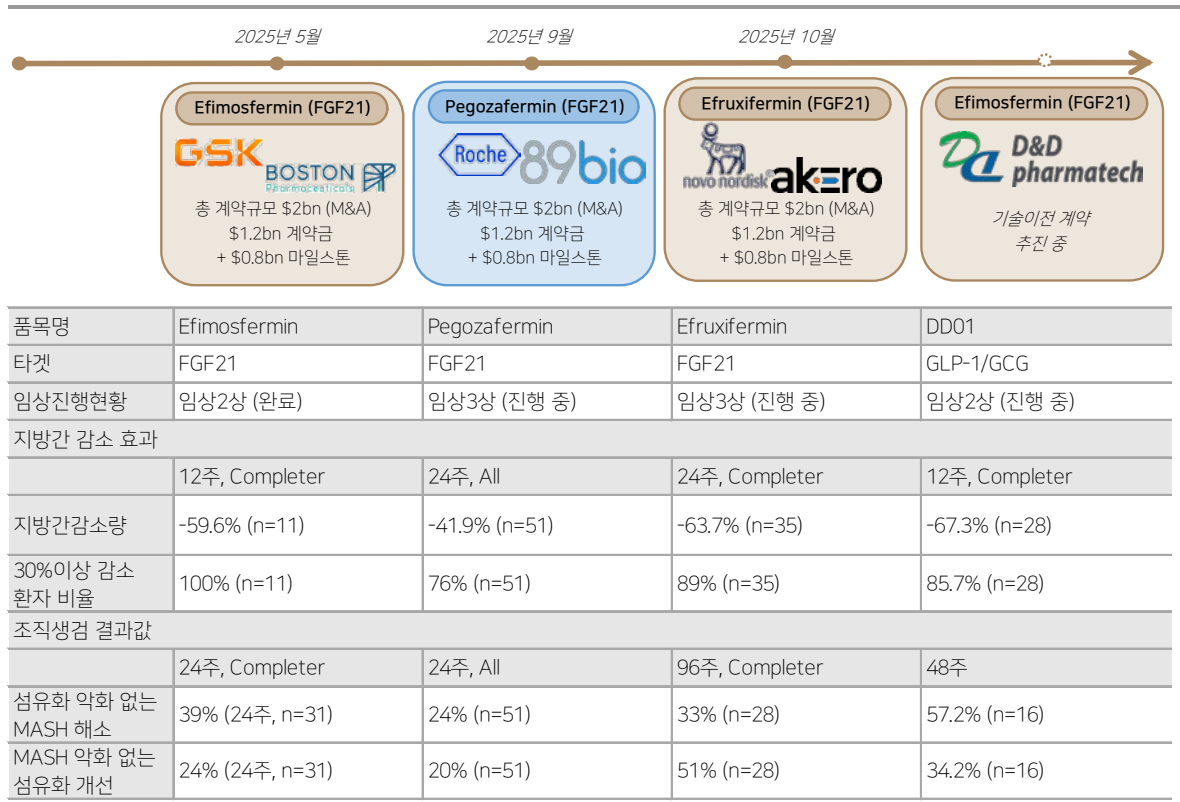
Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

Note: 1) 시가총액 26년 6월 1일 종가 기준, 2) 지방간감소의 경우 MRI-PDFF 영상화를 통해 확인, 지방간감소 비교를 위해 MRI-PDFF 결과가 있는 임상시험을 참고, Baseline 기준 결과값, 3) Placebo 결과값 보정결과, 4) F2-3 환자 결과, 허가기준의 임상대상과 동일 기준, 5) 통계적 유의성 미확보, 6) Completer 기준

MASH 치료제 기술이전 사례를 보면, GSK의 Boston Pharma 인수(efimosfermin, FGF21, 임상2상, 선급금 12억달러/총 20억달러)는 복합지표 통계 미달성에도 거래가 성사됐고, 이후 로슈의 89bio 인수(pegozafermin, 임상3상, 선급금 24억달러/총 35억달러), 노보노디스크의 Akeru 인수(efruxifermin, 임상2상, 선급금 47억달러/총 52억달러)로 딜 규모가 빠르게 확대되었다.

세 건 모두 FGF21 타겟으로 DD01과 기전은 다르나, GLP-1/GCG 계열에서 조직생검 3개 지표 모두 통계적으로 충족한 데이터는 DD01이 사실상 유일한 만큼 기술이전 협상력은 한층 높아진 것으로 판단된다.

Fig. 105: MASH 치료제 계약 사례



Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

## II. 화이자가 낙점한 경구 플랫폼

오랄링크(ORALINK)는 펩타이드 경구화 플랫폼으로 핵심은 경구 복용 시 소화 효소에 의해 분해되기 쉬운 펩타이드를 소장까지 온전하게 전달하는 것이다. 리간드화(소장 수송체를 활용한 세포막 투과), 지질화(혈중 단백질 결합으로 체내 지속 시간 연장), 투과 촉진제, 효소 안정화제를 조합해 흡수율을 높이는 구조다.

노보노디스크의 리벨서스(Rybelsus)는 위에서 흡수되는 방식으로 공복 복용과 복용 후 30분 음수 제한이 필요한 반면, 오랄링크는 소장에서 흡수되어 복용 편의성이 높다. 비글견 실험에서 확인한 흡수율은 5.0%로 리벨서스 대비 약 12.5배 수준이다.

이 플랫폼 경쟁력을 바탕으로 미국 바이오텍 멧세라(Metsera)와 경구 GLP-1 파이프라인 6종에 대한 기술이전 계약(총 약 8.04억달러)을 체결했으며, 2025년 11월 화이자의 멧세라 인수로 계약 주체가 화이자로 이전됐다.

Fig. 106: 화이자-멧세라 M&A 개요

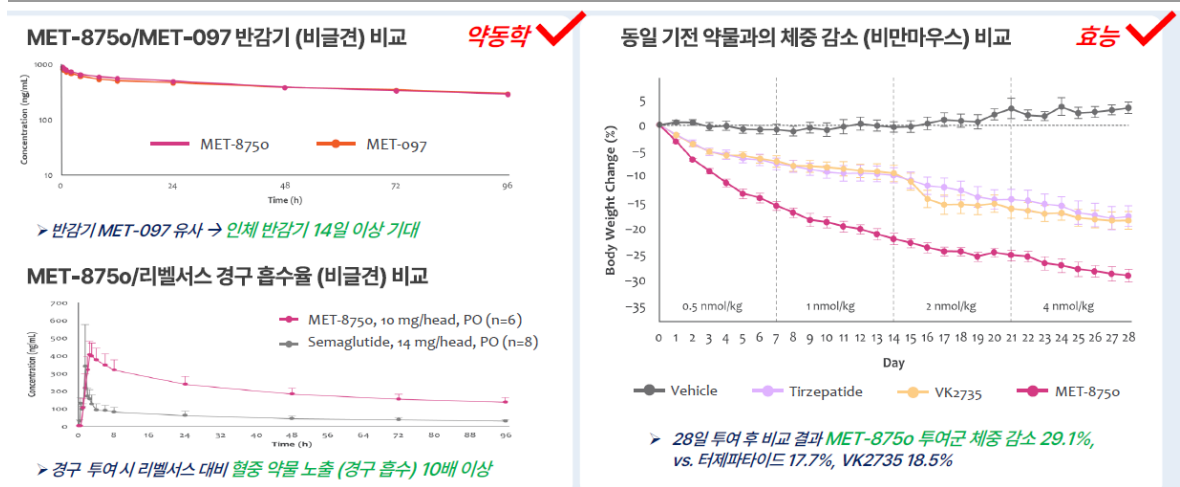


Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

화이자의 멧세라 인수 이후 개발 진행 가시성이 한동안 낮았다. 다만 화이자는 자체 개발하던 경구용 저분자 GLP-1을 간 독성 및 PK 변동성 문제로 연속 개발 중단한 이후, 외부에서 경구 GLP-1 파이프라인을 공격적으로 확보하는 전략을 취하고 있다. 저분자 기반의 간 독성·PK 문제가 없는 펩타이드 기반 오랄링크 플랫폼에 대한 전략적 필요성은 오히려 높아진 상황이다.

2026년 5월 화이자와의 경구 펩타이드 이중작용제(비만) 연구용역 계약은 이러한 배경에서 주목할 만하다. 계약 구조상 임상 진입 이전까지 디앤디파마텍이 개발을 담당하며, 향후 화이자의 IND 제출 시점이 중요한 모멘텀이 될 전망이다. 핵심 파이프라인인 DD875o는 전임상(비글견·마우스 모델) 기준 28일 체중 감소 29.1%로 동일 기전 경쟁 약물 대비 우수한 효능을 확인했으며, 인체 반감기 14일 이상이 기대된다. 멧세라/화이자가 공동 R&D 비용을 부담하는 계약 구조상, 디앤디파마텍은 임상 진입 이전 단계에서도 연구용역 매출을 수취할 수 있다.

Fig. 107: 경구용 이중작용제 MET-875o 전임상 데이터



Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

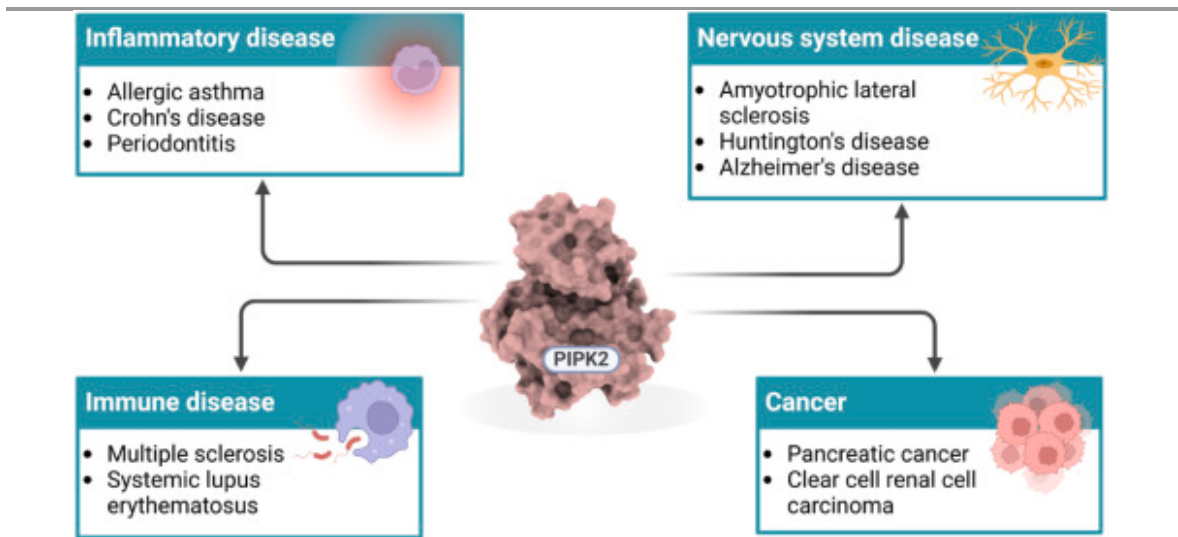
### III. 대사질환 너머를 겨냥한 히든카드

대사질환 외에도 CNS, 섬유화질환 등 다수의 파이프라인을 보유하고 있으며, 임상 진전 및 파트너십 체결 여부에 따라 기업가치 재평가가 가능할 전망이다.

NLY02는 RIPK2를 선택적으로 억제하는 경구용 저분자 치료제다. RIPK2는 신경 염증 신호를 매개하는 단백질로, 이를 억제하면 신경세포 손상을 줄일 수 있다. ALS, 알츠하이머, 헌팅턴 등 다양한 CNS 질환과의 연관성이 확인되며 글로벌 빅 파마의 관심이 높아지고 있는 타겟이다. 저분자 기반으로 뇌혈관장벽(BBB)을 직접 통과할 수 있어, 뇌에 약물을 전달하기 어렵다는 CNS 치료제 개발의 한계를 극복한다는 점이 핵심 경쟁력이다.

그 외 NLY01(GLP-1 수용체 작용제)은 파킨슨병 임상2상에서 전체 환자군 기준 통계적 유의성을 확보하지 못했으나, 60세 미만 젊은 환자군에서는 유의미한 개선 신호를 확인했다. 이를 바탕으로 존스홉킨스에서 다발성 경화증(MS) 환자 대상 임상2상을 진행하고 있다. TLY012는 간경변(F4) 타겟 First-in-class 항섬유화 치료제로 IND 완료했으며 2027년 임상1상 진입을 목표로 한다. DD01이 간 섬유화 초기~중기(F1~F3) 단계 MASH를 커버하는 만큼, TLY012가 임상에 진입할 경우 간경변(F4)까지 아우르는 패키지 L/O 협상이 가능해질 전망이다.

Fig. 108: RIPK2 타겟 적응증 범위



Source: RIPK2 inhibitors for disease therapy: Current status and perspectives, 다음투자증권

Fig. 109: 디앤디파마텍 R&D 파이프라인

구분	파이프라인	타겟	적응증	연구단계	전임상	임상 1 상	임상 2 상	비고
자체개발	DD01	GLP-1 /GCG	MASH, 비만					- 지방간 감소, 체중, 혈당 조절 확인 - 중국 파트너링(SALUBRIS)
	NLY12	GLP-1	비만	IND-Enabling				
	TLY012	DR5	전신경화증 만성췌장염	IND-Enabling				- IND 승인완료 - First in class 간경변증 치료 기전
	NLY01	GLP-1	PD/AD					- 임상 2 상(36 주) 완료 - 초기 젊은 환자에서 유효성 확인
	NLY02	RIPK2	PD/AD					- 저분자 화합물 기반
파트너링	MET-002o	GLP-1	비만					Metsera / Pfizer
	MET-097o	GLP-1	비만	IND-Enabling				Metsera / Pfizer
	MET-224o	GLP-1	비만	IND-Enabling				Metsera / Pfizer
	MET-AMYo	Amylin	비만					Metsera / Pfizer
	MET-GGGo	GLP-1/ GIP/GCG	비만					Metsera / Pfizer
	DD03	GLP-1/ GIP/GCG	비만					Metsera / Pfizer
	DD07	Amylin	비만					Metsera / Pfizer
	DD14	GLP-1/GIP	비만					Metsera / Pfizer
	DD15	GLP-1/ GIP/GCG	비만					Metsera / Pfizer

Source: 디앤디파마텍, 다올투자증권

## 디앤디파마텍 재무제표 (K-IFRS 연결)

## 대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	81.7	33.4	19.6	39.8	51.0
현금성자산	76.0	25.5	15.9	30.2	48.1
매출채권	0.1	0.3	1.2	5.3	1.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	169.4	60.3	59.6	57.7	46.6
투자자산	1.0	13.3	11.7	15.4	10.6
유형자산	11.0	3.0	6.4	7.7	5.6
무형자산	157.4	44.0	41.5	34.6	30.4
자산총계	251.1	93.6	79.2	97.5	97.5
유동부채	66.9	54.9	7.5	11.1	5.4
매입채무	8.2	8.3	3.3	6.5	2.5
유동성이자부채	57.8	45.7	3.3	3.6	2.0
비유동부채	45.9	20.2	16.5	16.8	13.1
비유동이자부채	7.5	6.4	5.1	6.2	4.3
부채총계	112.8	75.1	24.0	27.9	18.6
자본금	4.0	4.0	4.6	5.3	21.8
자본잉여금	268.7	268.9	297.5	337.0	333.8
이익잉여금	(157.5)	(293.6)	(289.7)	(309.4)	(332.9)
자본조정	17.0	30.1	34.2	37.2	56.8
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	138.3	18.5	55.2	69.6	79.0
투하자본	127.6	32.8	37.0	34.9	27.9
순차입금	(10.7)	26.7	(7.4)	(20.4)	(41.8)
ROA	(29.1)	(79.5)	4.0	(33.4)	(24.6)
ROE	(44.6)	(193.6)	12.2	(50.5)	(32.1)
ROIC	(43.2)	(62.0)	(29.4)	(50.5)	(78.5)

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	(51.9)	(53.1)	(9.1)	(21.8)	(21.1)
당기순이익	(69.9)	(137.0)	3.4	(29.5)	(24.0)
자산상각비	11.9	13.7	4.4	5.5	5.5
운전자본증감	1.7	99.2	(13.7)	0.5	(4.2)
매출채권감소(증가)	6.2	(2.7)	(2.6)	(5.4)	1.9
재고자산감소(증가)	0.9	(0.2)	(3.6)	(3.9)	4.0
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	(2.0)	(0.5)	0.3	(0.5)	(0.1)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(1.6)	(0.7)	(0.0)	(0.4)	(0.1)
유무형자산감소	(0.6)	0.2	0.3	(0.0)	0.0
재무현금	67.7	2.0	(0.6)	36.3	24.2
차입금증가	5.6	1.8	(0.6)	(1.7)	(2.8)
자본증가	3.0	0.1	0.0	38.0	7.4
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	15.3	(50.5)	(9.9)	14.4	2.9
총현금흐름(Gross CF)	(55.5)	(24.1)	(5.8)	(16.0)	(22.6)
(-) 운전자본증가(감소)	(0.8)	2.0	0.9	2.5	(2.6)
(-) 설비투자	1.6	0.7	0.0	0.4	0.1
(+) 자산매각	(0.6)	0.2	0.3	(0.0)	0.0
Free Cash Flow	(51.3)	(27.2)	(8.2)	(22.0)	(20.8)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(51.3)	(27.2)	(8.2)	(22.0)	(20.8)

자료: 다올투자증권

## 손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1.4	0.6	18.7	11.4	4.3
증가율 (Y-Y%)	(92.7)	(55.2)	2,959.0	(38.8)	(62.4)
영업이익	(75.7)	(68.7)	(13.5)	(25.0)	(34.0)
증가율 (Y-Y%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(63.8)	(54.9)	(9.1)	(19.5)	(28.5)
영업외손익	3.6	(94.9)	18.0	(5.3)	9.1
순이자수익	(0.8)	(2.2)	(0.9)	0.5	0.4
외화관련손익	0.2	(0.7)	0.4	0.6	(0.2)
지분법손익	0.0	(9.1)	(1.8)	1.8	(4.8)
세전계속사업손익	(72.0)	(163.5)	4.5	(30.4)	(24.9)
당기순이익	(69.9)	(137.0)	3.4	(29.5)	(24.0)
지배기업당기순이익	(68.2)	(136.1)	3.9	(28.6)	(23.6)
증가율 (Y-Y%)	적전	적지	흑전	적전	적지
NOPLAT	(54.9)	(49.8)	(10.3)	(18.1)	(24.6)
(+) Dep	11.9	13.7	4.4	5.5	5.5
(-) 운전자본투자	(0.8)	2.0	0.9	2.5	(2.6)
(-) Capex	1.6	0.7	0.0	0.4	0.1
OpFCF	(43.7)	(38.7)	(6.8)	(15.6)	(16.6)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	57.7	n/a	n/a	103.2	91.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(5,547.7)	(11,244.2)	(72.2)	(218.7)	(791.0)
EBITDA마진(%)	(4,675.3)	(8,994.0)	(48.5)	(170.4)	(662.3)
순이익률(%)	(5,121.5)	(22,442.4)	18.3	(257.8)	(558.0)

## 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(2,117)	(4,217)	106	(677)	(541)
BPS	(2,864)	(3,901)	552	3,363	1,129
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	3.6	81.3
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	45.0	929.9
재무건전성 (%)					
부채비율	81.5	405.7	43.4	40.1	23.5
Net debt/Equity	n/a	143.9	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	122.2	60.7	261.3	358.0	941.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	50.1	86.9
이자비용/매출액	74.2	484.6	7.6	5.4	11.0
자산구조					
투하자본(%)	62.4	45.9	57.3	43.3	32.2
현금+투자자산(%)	37.6	54.1	42.7	56.7	67.8
자본구조					
차입금(%)	32.1	73.8	13.2	12.3	7.3
자기자본(%)	67.9	26.2	86.8	87.7	92.7

# 알지노믹스

(476830)

## Not Rated

## 릴리 이후를 기대한다

### Issue

RNA 치환효소 플랫폼 전문기업. 업황 점검

### Pitch

RZ-001(간암) 1상 초기 유효성 확인으로 플랫폼 신뢰도 제고, 릴리 레퍼런스 기반 추가 L/O 모멘텀 기대. RNA의 CNS(중추 신경계) 적용 가능성 확인되고 있어 RZ-003(알츠하이머) 딜 가시성 상승 전망. 6/18 보호예수(6개월) 해제 물량 부담으로 단기 조정 가능하나 조정 시 매수 관점 유효

### Rationale

- 알지노믹스의 RNA 치환효소 기술은 유전자를 치료용 유전자로 교체하는 방식으로 기존 RNAi/ASO 대비 멀티 교정 가능하다는 점이 차별점. RZ-001 간암 1상 초기 유효성 확인으로 플랫폼 PoC(개념 입증) 검증 단계 진입
- 일라이 릴리와 유전성 난청 치료제 공동 개발 및 라이선스 옵션 계약 체결. 플랫폼 신뢰도를 글로벌 수준에서 검증했다는 레퍼런스로 작용. 개발 진전에 따른 마일스톤 수취 및 추가 기술이전 가능성 유효
- RZ-003(알츠하이머)과 RZ-004(유전성 망막색소변성증)은 글로벌 제약사와 MTA 계약 체결한 상태로 기술이전 협의 진행 중. 임상 진전 및 플랫폼 검증 데이터 축적에 따라 계약 가시성 높아질 전망

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		신규
적정주가			
Earnings			

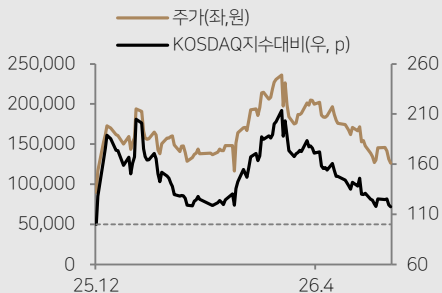
### Stock Information

현재가 (6/1)	117,800원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	16,414억원
비중(KOSDAQ내)	0.28%
발행주식수	13,934천주
52주 최저가 / 최고가	90,000 - 236,000원
3개월 일평균거래대금	829억원
외국인 지분율	8.0%
주요주주지분율(%)	
이성욱 (외 10인)	21.1
한국산업은행 (외 2인)	7.5
국민연금공단 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	38.1
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
증가상승률(%)	(33.0)	n/a	n/a	(26.6)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	(21.1)	n/a	n/a	(40.1)

### Price Trend



DAOL 다올투자증권

### Earnings Forecasts

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0.0	0.0	0.1	0.0	7.9
영업이익	(11.0)	(19.2)	(15.5)	(12.9)	(14.6)
EBITDA	(10.6)	(18.5)	(14.6)	(11.8)	(13.6)
순이익	(22.7)	(31.5)	(13.6)	(18.9)	(103.8)
순차입금	40.9	63.3	77.8	96.0	(52.3)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률	0.0	0.0	(10,808.7)	0.0	(184.3)
순이익률	n/a	n/a	(9,469.9)	n/a	(1,310.8)
EPS증가율	n/a	적지	적지	적지	적지
ROE	n/a	61.9	19.8	22.4	n/a

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

# 알지노믹스는,

알지노믹스는 2017년 설립되어, 2025년 12월 코스닥에 상장하였으며 RNA 치환효소 플랫폼 및 circRNA 플랫폼 기반으로 항암, 유전질환 및 퇴행성 질환 치료제를 개발하고 있다.

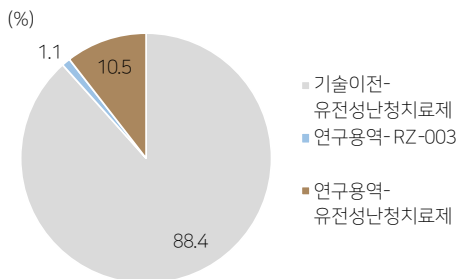
2025년에는 일라이릴리와 유전성 난청 치료제 개발 관련 대규모 플랫폼을 약 1조 9,000억원 규모의 라이선스 계약을 체결하며 RNA 치료제 플랫폼의 가치를 입증하였다.

대표 파이프라인인 간세포암(HCC) 대상 RZ-001은 임상1b/2상 진행 중이며 중간결과를 통해 RECIST v1.1 기준 ORR 38.5%, mRECIST 기준 ORR 61.5% 기록하며 초기 임상적 가능성을 제시했다.

당사는 6월 1일 기준 시가총액은 1조 6,414억원 이고, 코스닥 제약업종에 속해 있다.

## 사업부문 Breakdown

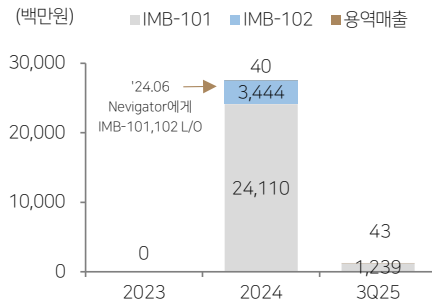
- 25년 기준 매출액 약 79.2억원으로, 기술이전 88.4%, RZ-003 관련 연구용역 1.1%, 유전성 난청 치료제 관련 연구용역 10.5%으로 구성
- 25년 5월 일라이 릴리와 유전성난청 치료제 개발 관련 플랫폼 라이선스 계약을 통해 기술이전 매출이 본격 반영



Source: 알지노믹스, 다올투자증권

## Financials

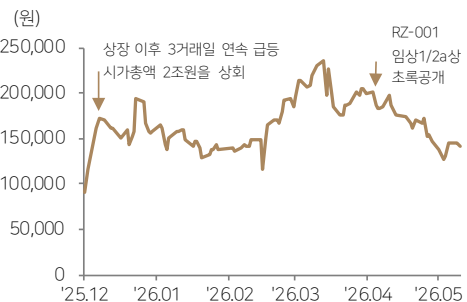
- 초기 단계 파이프라인 중심의 플랫폼 바이오텍으로, 25년 일라이 릴리와 체결한 유전성 난청 치료제 기술이전을 통해 매출 형성
- 26년 1분기 매출액은 3.6억원으로 유전성 난청 치료제 관련 연구용역 수익에서 발생했으며, 25년 대규모 기술이전 수익 인식 이후 후속 연구용역 중심으로 매출 인식



Source: 알지노믹스, 다올투자증권

## 주가

- 25년 12월 코스닥에 상장한 이후, 상장 첫날 공모가 대비 4배 수준으로 상승하며 RNA 치환 효소 플랫폼의 기대감을 반영
- 26년 4월 AACR에서 RZ-001 간암 대상 임상1b/2a상 중간결과를 발표하며, 기대감을 형성하였으나, 이후 모멘텀 둔화로 주가 상승분 일부 반납



Source: Quantwise, 다올투자증권

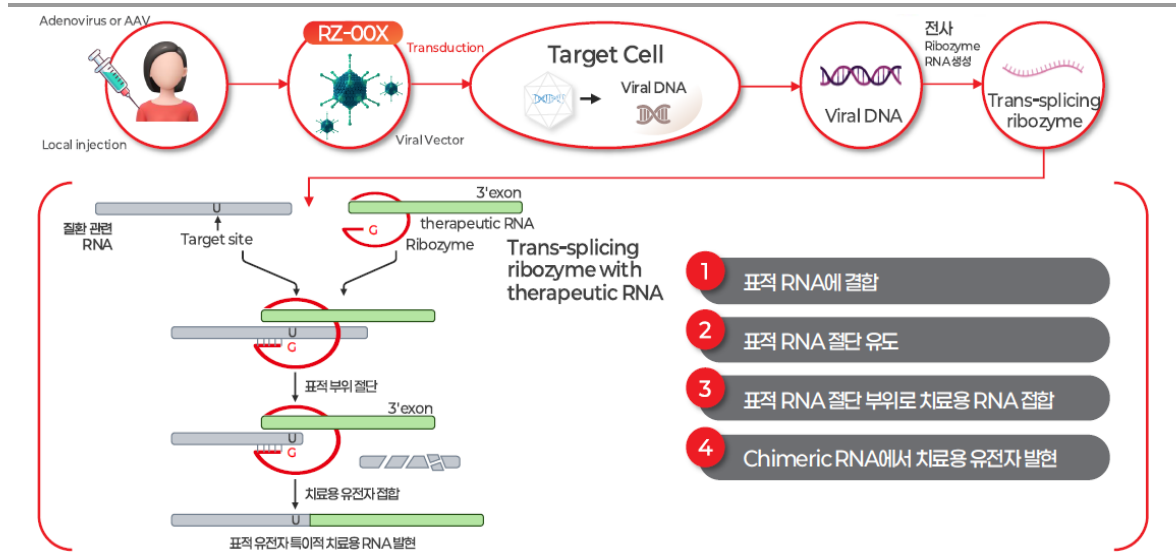
## I. RNA 치환효소 플랫폼: 치료 유전자로 직접 교체

3세대 유전자 치료제는 단백질 합성 이전 단계인 DNA 또는 RNA를 타겟해 기존 저분자·항체 의약품으로는 접근이 어려웠던 Undruggable 타겟까지 공략 가능하다. RNA 치료제는 발현 억제(RNAi, ASO), 발현 증가(mRNA), 기능 개선(RNA 편집)으로 분류되며, 알지노믹스의 RNA 치환효소(TSR; Trans-splicing ribozyme) 기술은 질환 유전자를 치료용 유전자로 직접 교체하는 가장 최신 영역에 해당한다.

알지노믹스의 핵심 기술인 TSR은 4단계로 작동한다. 먼저 가이드 시퀀스가 질환을 일으키는 표적 RNA를 찾아 결합하고, 리보자임(RNA로 이루어진 효소)이 해당 부위를 절단한다. 이후 절단된 자리에 치료용 RNA를 접합시키면 질환 유전자와 치료용 유전자가 하나로 합쳐진 키메라(Chimeric) RNA가 만들어지고, 최종적으로 치료 단백질이 발현된다.

RNAi·ASO가 문제 유전자를 억제하는 데 그치는 것과 달리 직접 교체하는 방식이며, DNA를 건드리지 않아 CRISPR 대비 오프타겟 위험이 낮다. 하나의 물질로 여러 돌연변이를 동시에 교정하는 멀티 교정이 가능하다는 점도 차별점이다.

Fig. 110: RNA 치환효소(TSR) 기술 작용 기전



Source: 알지노믹스, 다음투자증권

RNA 편집 기술은 크게 단일 염기 교정(ADAR 기반)과 멀티 교정(엑손 에디팅, RNA 치환효소)으로 나뉜다. 단일 염기 교정은 체내에 원래 존재하는 ADAR(Adenosine Deaminase Acting on RNA) 효소를 활용해 RNA의 특정 염기(A)를 다른 염기(I)로 바꾸는 방식으로, 구조가 단순해 임상 진입이 가장 빠르나 단일 염기 교정만 가능해 다양한 돌연변이가 공존하는 질환에는 적용이 제한적이다. 엑손 에디팅(Exon Editing)은 멀티 교정이 가능하지만 세포 안에 원래 존재하는 스플라이싱 기전(세포가 RNA를 가공하는 자체 시스템)을 빌려 쓰는 구조여서 세포 본연의 작동과 경쟁하고, 단백질로 번역되기 전 단계인 RNA(pre-mRNA)에서만 작동한다는 타겟 범위의 한계가 있다.

알지노믹스의 TSR은 외부 효소나 세포 본연의 기전에 의존하지 않고 리보자임 자체가 효소 역할을 해 독립적으로 작동한다. 단백질로 번역되기 전 단계(pre-mRNA)뿐 아니라 이미 완성된 mRNA(mature mRNA)까지 타겟 가능하고, 하나의 물질로 여러 돌연변이를 동시에 교정하는 멀티 교정이 가능하다는 점에서 RNA 편집 기술 중 이론적 확장성이 가장 높다. 일라이 릴리가 유전성 난청처럼 다양한 돌연변이가 관여하는 질환에 TSR 기술을 선택한 이유도 여기에 있다.

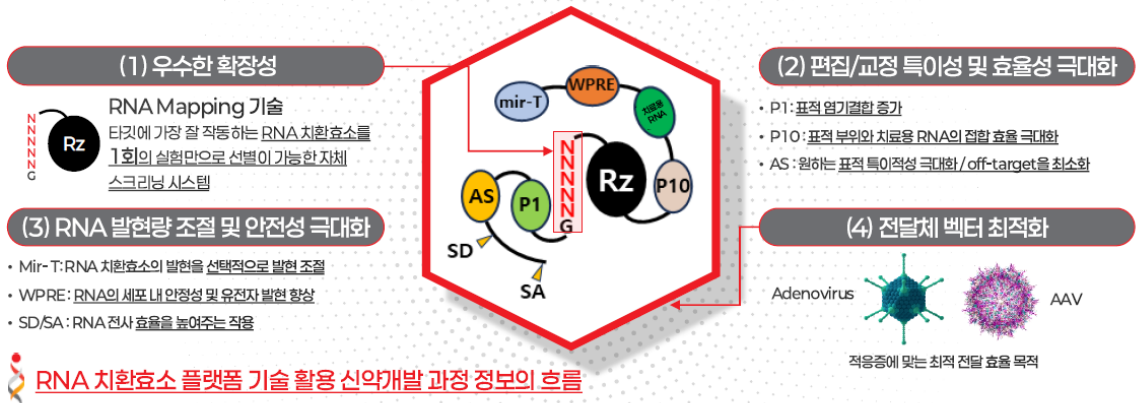
전달체는 주로 AAV(아데노 부속 바이러스) 또는 아데노바이러스를 활용한다. TSR은 가이드 시퀀스-리보자임-치료용 mRNA가 하나로 묶인 복합체 구조여서 크기가 크고, mRNA 전달에 주로 쓰이는 LNP나 GalNAc으로는 전달이 어렵기 때문이다. 바이러스 기반 전달체는 세포 안으로 유전물질을 효율적으로 전달할 수 있고 한 번 투여로 장기간 발현이 유지된다는 장점이 있다. 다만 바이러스에 대한 면역 반응이 생길 수 있어 반복 투여가 어렵고, 이 때문에 대부분 국소 투여 방식으로 개발 중이다.

Fig. 111: RNA 편집 기술 비교

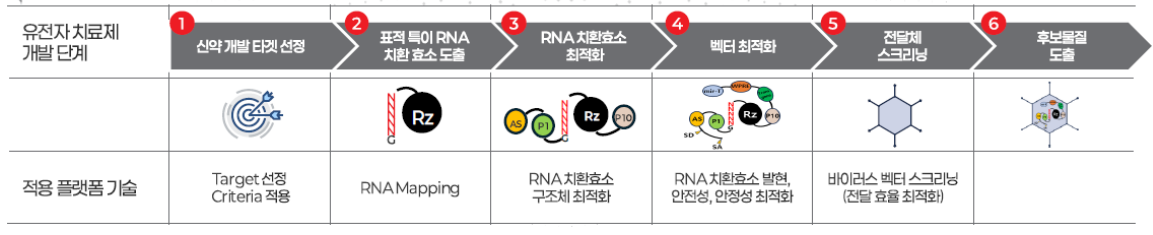
구분	ADAR 기반 단일 염기 교정 (Wave Life Sciences 등)	엑손 에디팅 (Ascidian Therapeutics 등)	TSR (알지노믹스)
작동 원리	세포 내 ADAR 효소 활용 (A→I 염기 전환)	세포 자체 스플라이싱 기전 활용 (pre-mRNA 가공)	리보자임 자체가 효소 역할 (외부 효소·기전 불필요)
타겟 범위	pre-mRNA 및 mRNA	pre-mRNA 한정	pre-mRNA + mature mRNA 모두 타겟 가능
교정 범위	단일 염기만 교정 가능	멀티 교정 가능	멀티 교정 가능 (다중 돌연변이 동시 교정)
다중 돌연변이 적용 가능성	제한적 (다양한 돌연변이 공존 질환 불리)	가능	가능 (이론적 확장성 가장 높음)
전달체	LNP, GalNac 등 활용 가능	LNP, 바이러스 벡터 등	주로 AAV 또는 아데노바이러스 (LNP·GalNac으로 전달 어려움)
투여 방식	전신 투여 가능	전신/국소 투여	대부분 국소 투여 (1회 투여로도 가능)
핵심 한계	단일 염기(A→I) 교정만 가능 다중 돌연변이 질환에 제한	세포 스플라이싱과 경쟁 pre-mRNA 타겟 범위 한계	복합체 크기로 전달체 선택 제한 반복 투여 어려움

Source: 다올투자증권

Fig. 112: 알지노믹스의 TSR 기반 신약개발 플랫폼



**RNA 치환효소 플랫폼 기술 활용 신약개발 과정 정보의 흐름**



Source: 알지노믹스, 다올투자증권

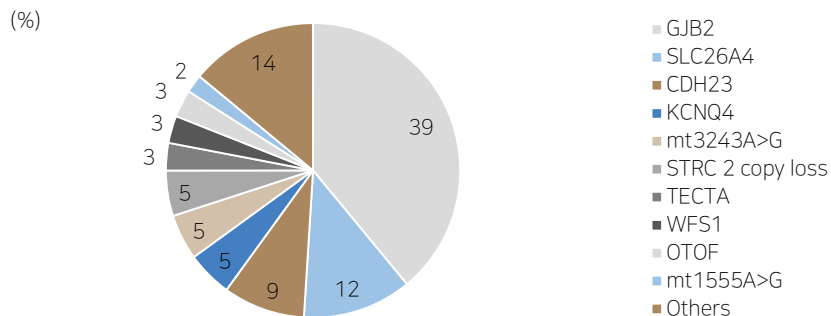
## II. 릴리가 낙점한 차세대 RNA 편집

알지노믹스는 2025년 5월 일라이 릴리와 유전성 난청 치료제 개발을 위한 총 13.3억 달러(약 1.9조 원) 규모의 플랫폼 기술이전 계약을 체결했다. 알지노믹스가 초기 연구와 후보물질 발굴을 담당하고, 릴리가 전임상/임상부터 상업화를 맡는 구조로, 타깃별 개발 옵션 행사 시 마일스톤을 수취한다. 2026년 2월에는 릴리로부터 계약상 연구개발비를 수령했으며, 향후 타깃별 옵션 행사에 따른 마일스톤 및 상업화 시 로열티도 별도 수취 예정이다. 총 계약규모 13.3억달러에는 연구용역 대가와 로열티가 포함되지 않아 실질 경제적 가치는 더 높다.

릴리는 2022년 Akuous를 인수하며 유전성 난청 치료제 개발에 뛰어들었다. Akuous의 방식은 정상 유전자 카피를 추가로 넣어주는 유전자 첨가 방식으로, 돌연변이를 직접 교정하지는 못한다는 한계가 있다. 유전성 난청은 관여하는 돌연변이가 10종 이상으로 다양한 만큼, 근본적인 유전자 교정과 멀티 교정이라는 두 가지 강점을 갖춘 TSR 플랫폼을 선택한 것으로 판단된다.

Wave Life Sciences는 2022년 GSK와 약 4.3조원, Ascidian은 2024년 로슈와 약 2.6조원 규모의 플랫폼 딜을 각각 체결한 바 있다. RNA 편집 플랫폼에 대한 글로벌 빅파마의 관심이 높아지는 가운데, 알지노믹스는 릴리와의 계약을 통해 플랫폼 신뢰도를 글로벌 수준에서 검증한 만큼 추가 기술이전 가능성도 열려 있다고 판단된다.

Fig. 113: 유전성 난청에 관여하는 돌연변이



Source: Yokota, Y. et al. (2019), 다올투자증권

### III. 플랫폼 기술의 본격적인 영토 확장

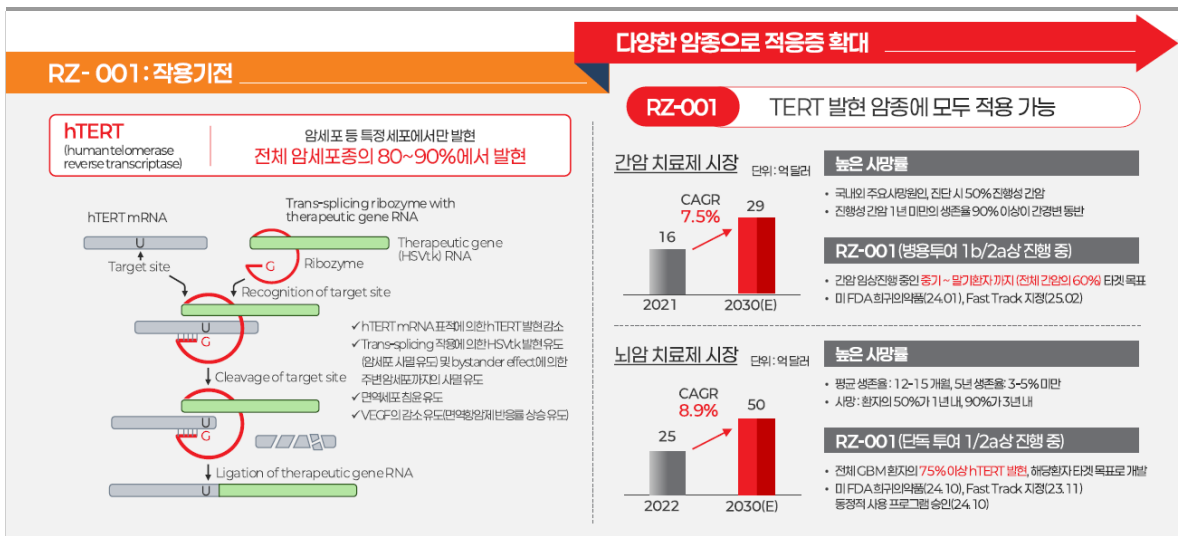
#### III-1. RZ-001: 암세포에 심는 기폭장치

RZ-001의 타겟은 hTERT다. hTERT는 텔로머라제(세포 분열시 염색체 끝단을 유지시켜 세포가 계속 증식할 수 있게 하는 효소)의 핵심 구성 요소로, 정상 세포에서는 거의 발현되지 않지만 암세포의 85~90%에서 과발현된다.

알지노믹스는 TSR 기술을 활용해 hTERT mRNA를 HSVtk(세포 사멸을 유도하는 효소) 유전자로 치환한다. HSVtk는 쉽게 말해 암세포 안에 설치하는 ‘기폭장치’다. RZ-001을 종양에 직접 주사해 암세포 내에 HSVtk를 심어 두고, 이후 항바이러스제인 발간시클로비르(VGCV)를 경구 투여하면 HSVtk가 이를 활성화시켜 암세포를 사멸시키는 폭탄 역할을 한다. 여기서 한 가지 더, 활성화된 약물이 주변 세포로도 퍼져나가 직접 치환되지 않은 인근 암세포까지 함께 사멸시키는 효과(bystander effect)도 기대할 수 있다.

면역항암제와의 병용 시너지도 있다. hTERT 발현 감소와 함께 VEGF도 감소하면서 면역세포 침윤이 촉진되고, 이는 PD-L1 항체(아테졸리주맙) 및 VEGF 항체(베바시주맙)와의 시너지로 이어진다. hTERT가 암세포에서 광범위하게 발현된다는 점에서 향후 간암 외 다른 암종으로의 적응증 확장 가능성도 열려 있다.

Fig. 114: RZ-001: hTERT 표적 범용 항암 플랫폼



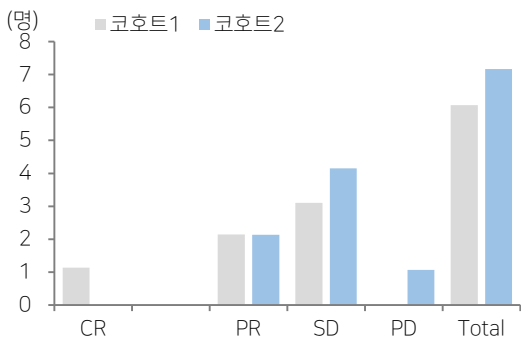
Source: 알지노믹스, 다올투자증권

현재 간암(HCC)과 교모세포종(GBM)을 대상으로 각각 임상1b/2a상, 1/2a상을 진행 중이며 두 적응증 모두 FDA로부터 Fast track 및 희귀의약품(ODD) 지정을 받았다. 2026년 간암 적응증에 대해 RMAT(재생의학 첨단치료제) 지정도 추가로 획득했다.

이번 AACR(미국 암학회)에서 RZ-001의 임상1b/2상 중간 결과가 발표됐다. 전신 치료 경험이 없고 기존 국소 치료법인 TACE(Transarterial Chemoembolization; 경동맥 화학색전술)에 반응하지 않거나 적용이 어려운 환자를 대상으로, RZ-001+아테졸리주맙(티센트릭)+베바시주맙(아바스틴) 삼중요법을 평가한 결과다. Cohort 1·2 통합 13명 기준 ORR(객관적 반응률)은 RECIST v1.1(종양 전체 크기) 기준 38.5%, mRECIST(살아있는 암세포만 측정하는 간암 특화) 기준 61.5%였다. Imbrave150(아테졸리주맙+베바시주맙 허가 임상)의 ORR이 RECIST 27.3%, mRECIST 35.4%였다는 점에서 수치 자체는 인상적이다. 대상 환자군이 TACE 불응·불가로 조건이 더 까다로움에도 높은 반응률이 나왔다는 점이 포인트다. RZ-001 자체에 기인한 3등급 이상 이상반응은 없었고, 병용 약물 관련 이상반응은 기존에 알려진 범주 내에서 관찰됐다. 다만 현 시점은 13명의 소규모 중간 결과로, 추가 코호트 데이터 축적을 지켜볼 필요가 있다.

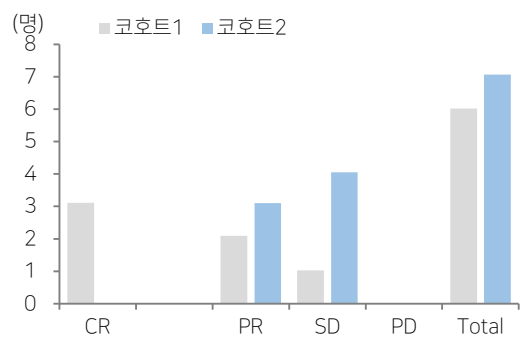
교모세포종(GBM)은 ESMO Asia 2025에서 우수한 안전성과 유효성 초기 신호가 확인되었으며 현재 용량 증량(Part A)이 진행 중이다.

Fig. 115: RZ-001 ORR 데이터: RECIST v1.1기준



Source: AACR 2026, 알지노믹스, 다올투자증권

Fig. 116: RZ-001 ORR 데이터: mRECIST기준



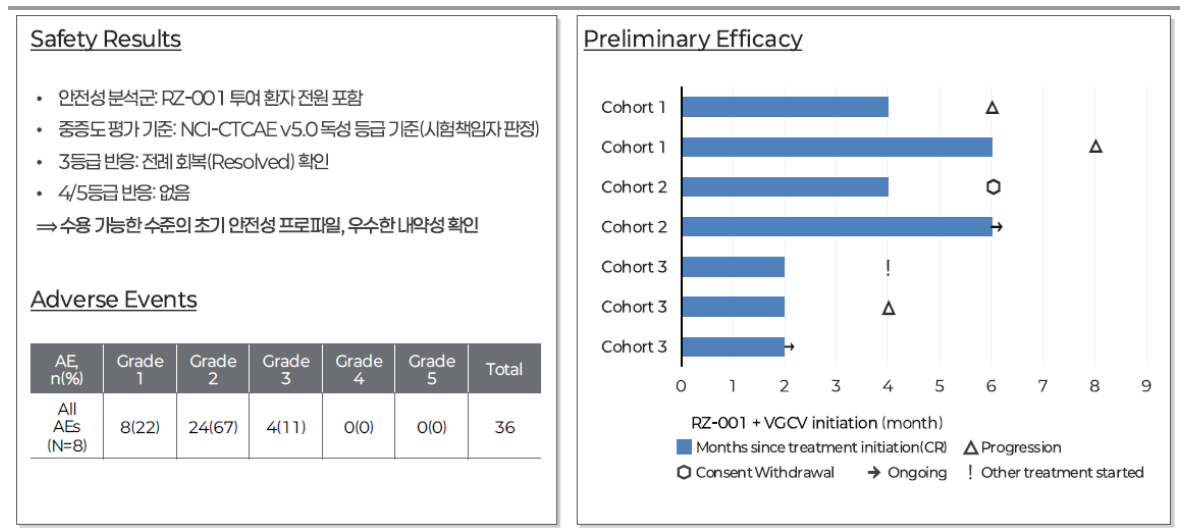
Source: AACR 2026, 알지노믹스, 다올투자증권

Fig. 117: RZ-001 임상1b/2a상: 안전성 데이터

이상반응, n(%)	RZ-001 + VGCV + Ate/Beva (n=13)	
	TEAE (약물과 무관한 치료 이상반응)	TRAE(약물 관련 치료 이상반응)
전체 이상반응	13 (100)	7 (53.8)
3등급	7 (53.8)	4 (30.8)
4등급	1 (7.7)	0 (0)
5등급	1 (7.7)	0 (0)
중대한 이상반응	6 (46.2)	1 (7.7)
RZ-001 용량조절에 의한 이상반응	0 (0)	0 (0)
VGCV 용량조절에 의한 이상반응	0 (0)	0 (0)
아테플리주맙 용량조절에 의한 이상반응	2 (15.4)	0 (0)
베바시주맙 용량조절에 따른 이상반응	2 (15.4)	0 (0)
RZ-001 영구중단으로 이어진 이상반응	0 (0)	0 (0)
VGCV 영구중단으로 이어진 이상반응	0 (0)	0 (0)
아테플리주맙 영구중단으로 이어진 이상반응	2 (15.4)	1 (7.7)
베바시주맙 영구중단으로 이어진 이상반응	2 (15.4)	1 (7.7)

Source: AACR 2026, 알지노믹스, 다올투자증권

Fig. 118: RZ-001(교모세포종): 임상1/2a상 중간 결과



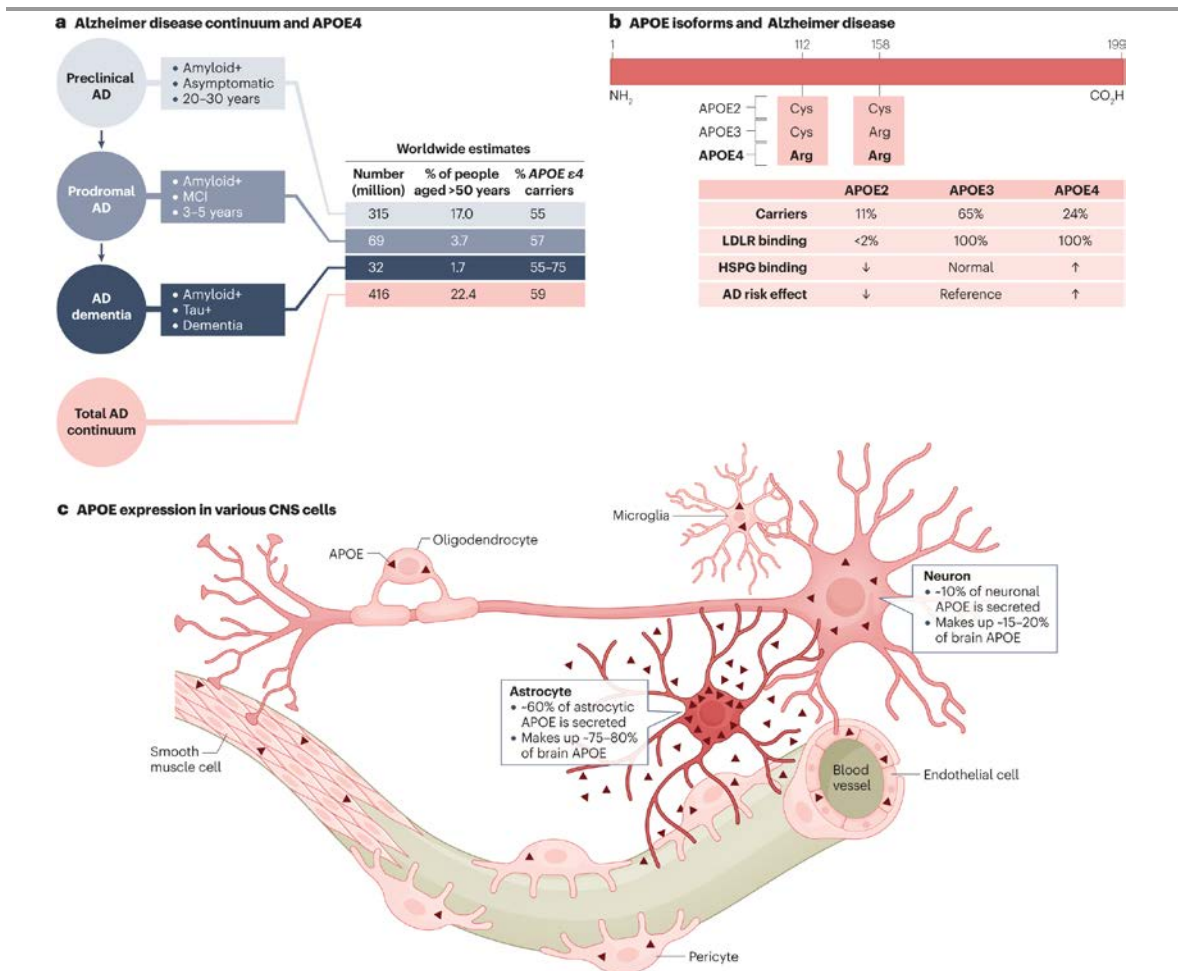
Source: ESMO Asia 2025, 알지노믹스, 다올투자증권

### III-2. RZ-003: 알츠하이머 극복을 위한 차세대 카드

알츠하이머 치매의 핵심 유전적 위험 인자는 APOE4다. APOE 단백질은 아미노산 두 개 차이로 APOE2(보호), APOE3(중립), APOE4(위험) 세 가지 유형으로 나뉘는데, APOE4를 하나 보유하면 발병 위험이 일반인 대비 3~4배, 두 개 보유하면 약 10배 높아진다. 알츠하이머 환자의 40~65%가 APOE4 보유자다.

문제는 APOE4가 단순히 위험 인자에 그치지 않는다는 점이다. APOE4 단백질은 뇌에 쌓이는 아밀로이드 베타 제거를 방해하고 타우 과인산화를 촉진해 신경퇴행을 직접 가속화한다. 여기에 더해, FDA 승인을 받은 아밀로이드 항체 치료제(레케네맵, 도나네맵)에서 나타나는 ARIA(뇌부종·미세출혈 등)의 부작용 발생률이 APOE4 보유자에서 현저히 높다.

Fig. 119: APOE4와 알츠하이머의 관계



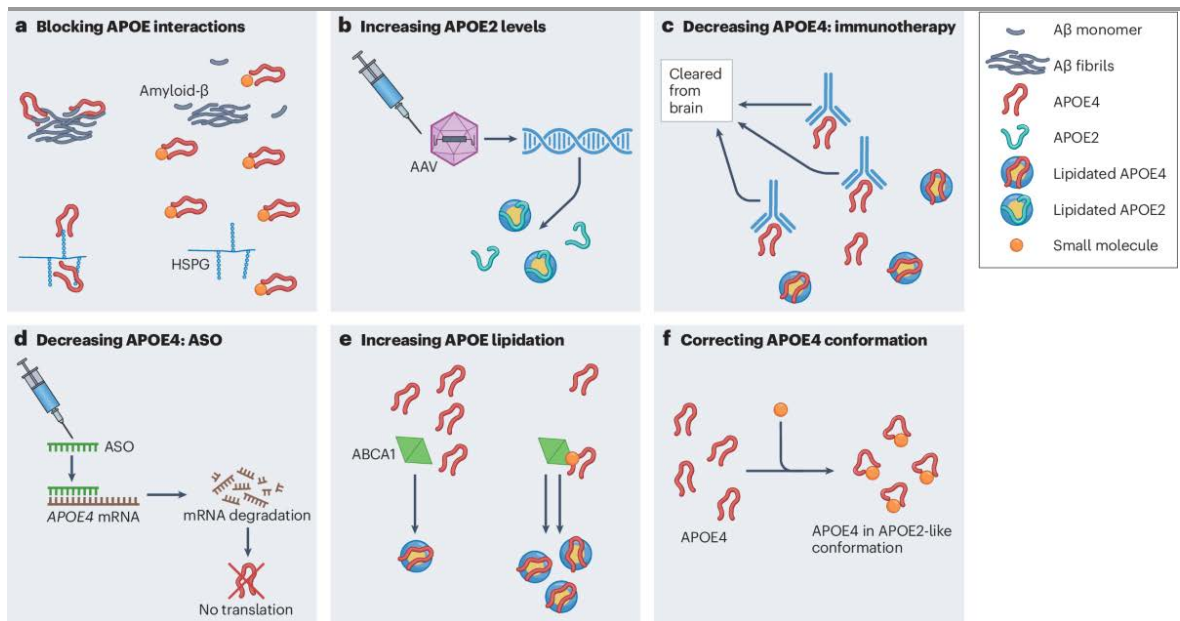
Source: Nature Reviews: Cell type-specific roles of APOE4 in Alzheimer disease, 다음투자증권

APOE4를 교정하는 가장 직관적인 방법은 APOE4를 APOE3나 APOE2로 바꾸는 것이다. 그런데 이게 말처럼 쉽지 않다. ASO·siRNA처럼 APOE4 발현을 통째로 억제하면 ApoE 단백질의 정상적인 지질 운반 기능까지 함께 손실된다. 기존 유전자치료(LX1001)는 APOE2를 추가 발현시켜 APOE4의 영향을 상쇄하는 방식으로 APOE4 자체를 교정하지는 못한다는 근본적 한계가 있다.

RZ-003은 TSR 기술로 APOE4 mRNA를 직접 APOE2 또는 APOE3로 치환한다. APOE4→APOE2 교정에는 아미노산 두 곳을 동시에 바꿔야 하는데, 멀티 교정이 가능한 TSR 특성상 단일 페이로드로 처리할 수 있다. 단일 염기만 교정 가능한 ADAR 기반 플랫폼으로는 구조적으로 불가능한 영역이다. 현재 RZ-003은 전임상 단계로, 임상 진입 및 데이터 축적에 따라 빅파마형 기술이전 가능성이 유효하다고 판단된다.

RZ-004(유전성 망막색소변성증)는 호주에서 임상 1/2a상 IND 승인을 획득한 상태로 글로벌 제약사와 MTA 계약을 체결, 기술이전 협의가 병행되고 있다.

Fig. 120: APOE4 타겟 치료 전략



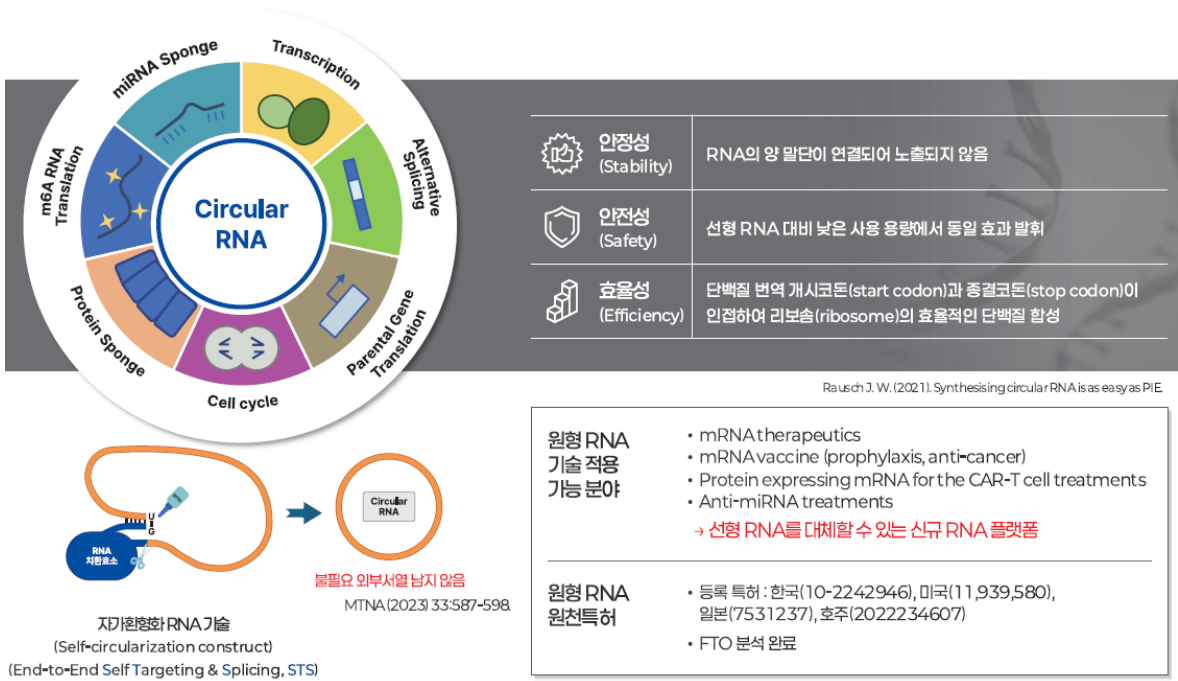
Source: Nature Reviews: Multifaceted roles of APOE in Alzheimer disease, 다음투자증권

## IV. 원형 RNA 플랫폼: in vivo CAR-T로의 확장

알지노믹스는 원형 RNA(circular RNA) 플랫폼도 보유하고 있다. 원형 RNA는 끝이 없는 고리 구조로, 끝이 열려있는 일반 선형 mRNA와 달리 분해 효소가 파고들 틈이 없이 체내에서 오래 살아남는다.

만드는 방식에서도 차별점이 있다. 원형 RNA를 만들려면 선형 RNA를 이어붙이는 환형화 공정이 필요한데, 경쟁사 Orna Therapeutics의 방식은 이 과정에서 불필요한 서열 조각이 남는다. 잔여 서열은 면역 반응 유발 가능성이 있어 안전성 변수가 된다. 알지노믹스의 STS(Self-Targeting & Splicing) 방식은 별도 공정 없이 전사 과정에서 스스로 환형화가 일어나 별도 공정이 필요 없고, 잔여 서열도 남지 않는다.

Fig. 121: 알지노믹스의 원형 RNA 플랫폼



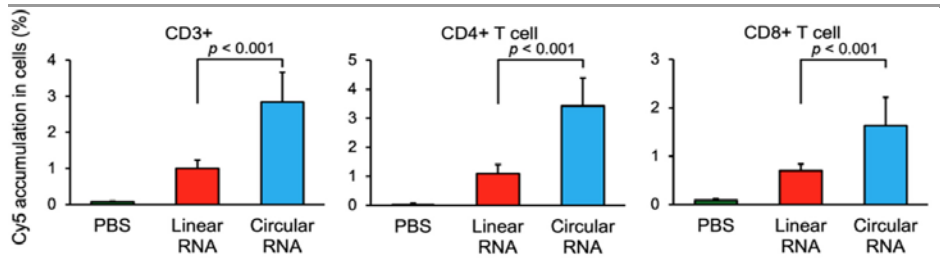
Source: Nature Reviews: Multifaceted roles of APOE in Alzheimer disease, 다올투자증권

알지노믹스는 최근 발표한 인하대 공동연구 결과에서 원형 RNA를 나노입자에 담아 정맥 주사했을 때 비장으로 집중 전달되고, 그 안에서도 T세포에 선택적으로 들어간다는 것을 확인했다.

핵심은 T세포 선택성이다. 원형 RNA가 T세포에서 선형 RNA 대비 2~3배 높게 축적된 반면, 수지상세포·대식세포에서는 오히려 낮게 나타났다. 원하는 세포(T세포)에만 들어가고 원하지 않는 세포는 피한다는 의미다. in vivo CAR-T 개발의 핵심 요건인 T세포 표적 전달을 확인했다는 점에서 의미가 있다.

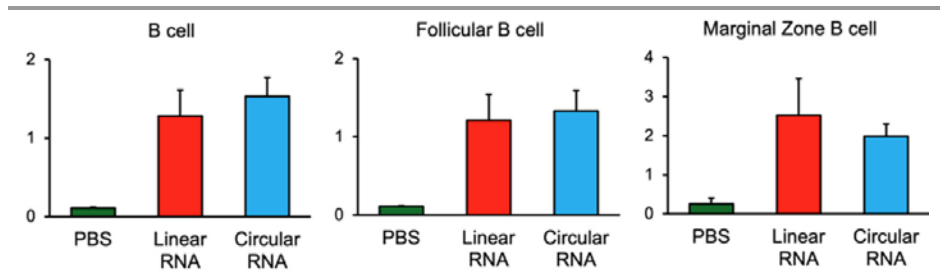
다만 한 가지 과제가 남아 있다. 일반 mRNA는 번역(단백질 생산) 개시 신호가 구조 안에 내장돼 있는데, 원형 RNA는 그 구조가 없어 IRES라는 별도 서열에 의존한다. 현재 사용된 IRES가 인간 T세포에 완전히 최적화되지 않아 번역 효율이 선형 RNA보다 낮게 나온 세포주가 있었다. 이 부분은 IRES 서열 최적화로 해결 가능한 기술적 과제로 보인다.

Fig. 122: T세포 내 RNA 축적량 비교(선형 RNA vs. 원형 RNA)



Source: ACS Biomaterials Science & Engineering: Delivery of Circular RNAs into Splenic Immune Cells via Intravenous Administration of Polyaspartamide Derivative Polyplexes, 다올투자증권

Fig. 123: B세포 내 RNA 축적량 비교(선형 RNA vs. 원형 RNA)



Source: ACS Biomaterials Science & Engineering: Delivery of Circular RNAs into Splenic Immune Cells via Intravenous Administration of Polyaspartamide Derivative Polyplexes, 다올투자증권

이러한 T세포 선택적 전달은 in vivo CAR-T 개발의 핵심 요건이다. 번역 효율은 기술적으로 해결 가능한 과제로 보이며, 시장 자체도 빠르게 달아오르고 있다.

2026년 2월 릴리의 Orna Therapeutics 인수(24억 달러)를 비롯해 Abbvie의 Capstan(21억 달러), BMS의 Orbital(15억 달러), Gilead의 Interius(3.5억 달러) 등 in vivo CAR-T 관련 빅파마 딜이 2025년부터 연달아 터지고 있다. 글로벌 in vivo CAR-T 딜 모멘텀이 가속화되는 가운데, T세포 선택적 전달을 입증한 알지노믹스의 원형 RNA 플랫폼은 차세대 파트너십 후보로 부각될 전망이다.

Fig. 124: In vivo CAR-T 주요 M&A 현황(2025~2026.05)

인수일	인수사	피인수사	플랫폼	주요 적응증	계약규모
2025.03	AstraZeneca	EsoBiotec	렌티바이러스(ENaBL)	혈액암/ 자가면역	~\$1.0bn
2025.06	AbbVie	Capstan Therapeutics	LNP/mRNA	자가면역	\$2.1bn
2025.08	Gilead/Kite	Interius BioTherapeutics	렌티바이러스	혈액암	\$0.35bn
2025.10	BMS	Orbital Therapeutics	LNP/원형RNA	자가면역	\$1.5bn
2026.02	Eli Lilly	Orna Therapeutics	LNP/원형RNA(oRNA)	자가면역	\$2.4bn
2026.04	Eli Lilly	Kelonia Therapeutics	렌티바이러스(iGPS)	혈액암/항암	최대 \$7.0bn

Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 125: 알지노믹스 R&D 파이프라인

파이프라인명	적응증	임상국가	개발단계	전임상	임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상
RZ-001	간암 (면역병용)	한국, 미국	임상1b/2a상				
	교모세포종	한국, 미국	임상1/2a상(Part A)				
RZ-003	알츠하이머병	한국, 미국	임상1/2a상				
RZ-004	안과질환	호주	임상1/2a상				
RZ-005	레트 증후군	한국, 미국	개발단계				
플랫폼 라이선스 딜	유전성 난청	N/A					

Source: 알지노믹스, 다올투자증권

### 알지노믹스 재무제표 (K-IFRS 별도)

#### 대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	9.7	31.5	16.0	24.5	54.9
현금성자산	9.5	31.1	15.7	23.9	53.5
매출채권	0.1	0.3	0.2	0.3	0.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2.9	3.9	4.2	3.7	7.9
투자자산	1.7	2.2	2.5	2.3	7.0
유형자산	1.0	1.5	1.5	1.2	0.8
무형자산	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
자산총계	12.5	35.4	20.2	28.1	62.8
유동부채	50.6	96.5	93.3	120.0	3.0
매입채무	1.3	3.4	1.2	1.3	2.5
유동성이자부채	49.3	93.1	92.0	118.7	0.4
비유동부채	1.2	1.5	1.7	1.4	1.0
비유동이자부채	1.1	1.3	1.5	1.2	0.7
부채총계	51.8	98.0	94.9	121.4	4.0
자본금	0.0	1.7	1.7	1.7	7.0
자본잉여금	0.0	4.8	4.9	4.9	255.9
이익잉여금	(40.8)	(72.3)	(85.9)	(104.8)	(208.6)
자본조정	1.4	3.3	4.6	5.0	4.6
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	(39.3)	(62.6)	(74.7)	(93.2)	58.9
투하자본	1.6	0.7	3.1	2.8	6.5
순차입금	40.9	63.3	77.8	96.0	(52.3)
ROA	na	(131.5)	(48.9)	(78.0)	(228.2)
ROE	na	61.9	19.8	22.4	na
ROIC	na	(1,189.9)	(593.0)	(319.1)	(228.0)

#### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	(8.2)	(14.5)	(14.4)	(11.2)	(10.9)
당기순이익	(22.7)	(31.5)	(13.6)	(18.9)	(103.8)
자산상각비	0.4	0.7	1.0	1.1	1.0
운전자본증감	13.0	14.1	(0.5)	6.3	91.0
매출채권감소(증가)	1.1	1.8	(2.1)	(0.3)	0.4
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	(4.7)	(22.8)	21.3	(8.4)	(29.0)
단기투자자산감소	(4.0)	(22.0)	22.0	(8.0)	(23.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.0)
유무형자산감소	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
재무현금	10.4	36.9	(0.4)	19.8	45.5
차입금증가	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	48.7
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(2.5)	(0.4)	6.6	0.2	5.7
총현금흐름(Gross CF)	(9.3)	(16.7)	(13.1)	(11.5)	(11.7)
(-) 운전자본증가(감소)	(1.1)	(2.0)	2.1	0.2	(0.5)
(-) 설비투자	0.4	0.6	0.5	0.3	0.0
(+) 자산매각	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
Free Cash Flow	(12.9)	(37.7)	6.1	(20.1)	(40.3)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(12.9)	(37.7)	6.1	(20.1)	(40.3)

자료: 다올투자증권

#### 손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0.0	0.0	0.1	0.0	7.9
증가율 (Y-Y%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	(11.0)	(19.2)	(15.5)	(12.9)	(14.6)
증가율 (Y-Y%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(10.6)	(18.5)	(14.6)	(11.8)	(13.6)
영업외손익	(11.7)	(12.3)	1.9	(6.0)	(88.2)
순이자수익	(0.9)	(2.2)	(2.9)	(4.1)	(2.5)
외화관련손익	(0.0)	(0.1)	0.1	(0.1)	(0.1)
자본법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(22.7)	(31.5)	(13.6)	(18.9)	(102.8)
당기순이익	(22.7)	(31.5)	(13.6)	(18.9)	(103.8)
증가율 (Y-Y%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(7.9)	(13.9)	(11.3)	(9.3)	(10.6)
(+) Dep	0.4	0.7	1.0	1.1	1.0
(-) 운전자본투자	(1.1)	(2.0)	2.1	0.2	(0.5)
(-) Capex	0.4	0.6	0.5	0.3	0.0
OpFCF	(6.8)	(11.9)	(12.9)	(8.8)	(9.2)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	(10,808.7)	n/a	(184.3)
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	(10,143.2)	n/a	(171.7)
순이익률(%)	n/a	n/a	(9,469.9)	n/a	(1,310.8)

#### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(7,553)	(9,296)	(4,002)	(5,548)	(7,450)
BPS	(616,028)	(14,800)	(8,821)	(9,027)	4,216
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	38.1
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	282.4
재무건전성 (%)					
부채비율	(131.9)	(156.6)	(127.0)	(130.2)	6.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	19.1	32.6	17.1	20.4	1,829.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	2,607.8	n/a	37.6
자산구조					
투하자본(%)	12.7	2.1	14.5	9.5	9.7
현금+투자자산(%)	87.3	97.9	85.5	90.5	90.3
자본구조					
차입금(%)	453.6	296.9	498.5	449.7	2.0
자기자본(%)	(353.6)	(196.9)	(398.5)	(349.7)	98.0

# 애플론 (174900)

## Not Rated

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		유지
적정주가			
Earnings			

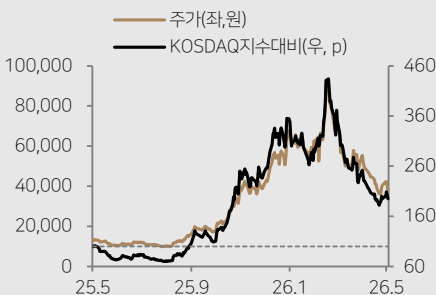
### Stock Information

현재가 (6/1)	34,600원
예상 증가상승률	n/a
시가총액	6,903억원
비중(KOSDAQ내)	0.12%
발행주식수	19,952천주
52주 최저가 / 최고가	9,890 - 89,100원
3개월 일평균거래대금	257억원
외국인 지분율	10.7%
주요주주지분율(%)	
이중서 (외 11인)	12.9
종근당 (외 1인)	7.0

Valuation wide	2023	2024	2025
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	9.3	8.9	14.5
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(29.6)	(15.8)	159.6	(18.6)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	(17.7)	(29.7)	116.6	(32.0)

### Price Trend



DAOL 다올투자증권

## 항체와 CAR-T, 모두 전진 중

### Issue

항체치료제 및 CAR-T 세포 치료제 전문 기업. 업황 점검

### Pitch

2H26 AC101 중국 위암 1차 임상2상, 유방암(엔허투 병용) 임상2상, AT101(CAR-T) 임상2상 데이터 발표 및 조기 품목 허가 신청 등 다수 R&D 이벤트 예정. 스위처블 CAR-T, In vivo CAR-T 등 중장기 파이프라인 기술이전 기대

### Rationale

- AC101(HLX22)는 기존 HER2 항체와 다른 결합 부위를 타겟하는 차세대 항체. 헨리우스(중국)에 L/O해 위암 2상(중국), 3상(글로벌), 유방암 2/3상(엔허투 병용; 중국) 진행 중. 위암2상 장기 추적 데이터에서 우수한 효능 확인. 2H26 위암·유방암 데이터 발표 예정. 적응증 확장 및 추가 L/O 가능성 유효
- AT101(CD19 타겟 CAR-T)은 2상 중간 데이터에서 기존 킴리아·에스카타 대비 높은 유효성 확인. 식약처 신속심사·희귀의약품 지정 완료. 2H26 2상 결과 발표 및 조기 품목 허가 신청 예상. 종근당이 국내 관련 보유, 중동·유럽 등 글로벌 확장도 협상 중
- Switchable CAR-T, in vivo CAR-T 등 차세대 CAR-T 플랫폼 개발 중. 중장기 R&D 모멘텀으로 작용할 전망

### Earnings Forecasts

(단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	2.8	3.0	3.4	2.9	2.3	4.7
영업이익	(6.6)	(10.2)	(8.7)	(11.6)	(15.6)	(17.6)
EBITDA	(5.4)	(8.8)	(7.2)	(10.0)	(14.0)	(16.5)
순이익	(6.4)	(10.2)	(9.2)	(12.9)	(16.3)	(17.9)
순차입금	(12.4)	(3.2)	(8.8)	(2.0)	(4.6)	(37.9)
매출증가율	(80.7)	8.9	12.8	(15.5)	(18.7)	101.5
영업이익률	(237.1)	(338.9)	(256.7)	(404.8)	(666.2)	(374.1)
순이익률	(232.6)	(339.2)	(271.5)	(448.5)	(696.7)	(379.9)
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지	적지
ROE	(19.9)	(42.1)	(33.0)	(40.3)	(57.6)	(39.9)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

# 애플론은,

애플론은 2010년 설립되어, 2017년 9월 코스닥에 상장하였으며 NEST, AffiMab 및 CAR-T 플랫폼 기술을 기반으로 항체치료제, 이중항체 및 세포 유전자치료제를 개발하고 있다.

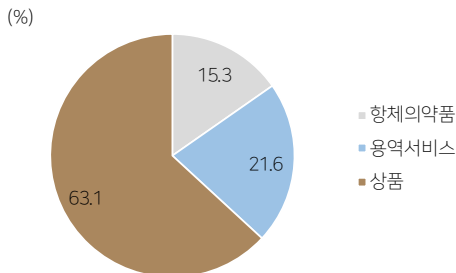
2016년 상하이 헨리우스 바이오텍에 HER2 표적 항체치료제 AC101의 판권을 기술이전하며 항체 발굴 플랫폼의 가치를 입증하였다.

대표 파이프라인인 재발·불응성 미만성 거대 B 세포 림프종 대상 AT101)은 국내 임상 2상 진행 중이며 중간결과를 통해 ORR 94%, CR 68%를 기록하며 임상적 가능성을 제시했다.

6월 1일 기준 시가총액은 6,903억원이고, 코스닥 제약업종에 속해 있다.

## 사업부문 Breakdown

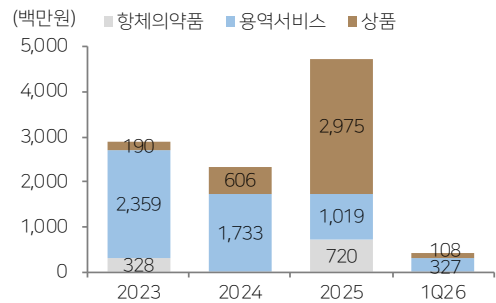
- 25년 연간 매출액 47.1억원(YoY+101.5%)을 기록했으며, 상품 63.1%, 용역서비스 21.6%, 항체의약품 15.3%로 구성
- TCT헬스테크놀로지향 AT101 기술이전 선금금 반영이 매출 성장을 견인, 이에 코스닥 관리종목 지정 사유였던 연 매출 30억 미만 요건을 해소



Source: 애플론, 다올투자증권

## Financials

- 25년 CAR-T 세포치료제 AT101 임상2상 진행에 따른 R&D비용 증가로 영업손실 184억원으로 전년 대비 확대
- 다만, 지난해 252억원 규모 CB와 108억원 규모 CPS를 발행하여 임상개발 자금 확보 및 자본 확충을 통한 재무구조 안정화
- 헨리우스가 AT101 임상2개->7개로 확대 진행 중, 향후 마일스톤 수취 가능성도 높아질 전망.



Source: 애플론, 다올투자증권

## 주가

- 25년 3월 관리종목 지정 후, 매출 및 재무구조 개선 필요성이 부각되며 주가 부진
- 종근당 대상 122억원 제3자유상증자로 R&D 자금 확보, 360억원 CB+CPS 발행으로 자본확충 및 법차손 리스크 완화되며 재무구조 개선 기대
- 26년 3월 관리종목 해제 요건 충족과 AT101의 임상2상 결과 및 AC101 PFS 개선 등 임상 기대감이 더해지며 주가 상승



Source: QuantiWise, 다올투자증권

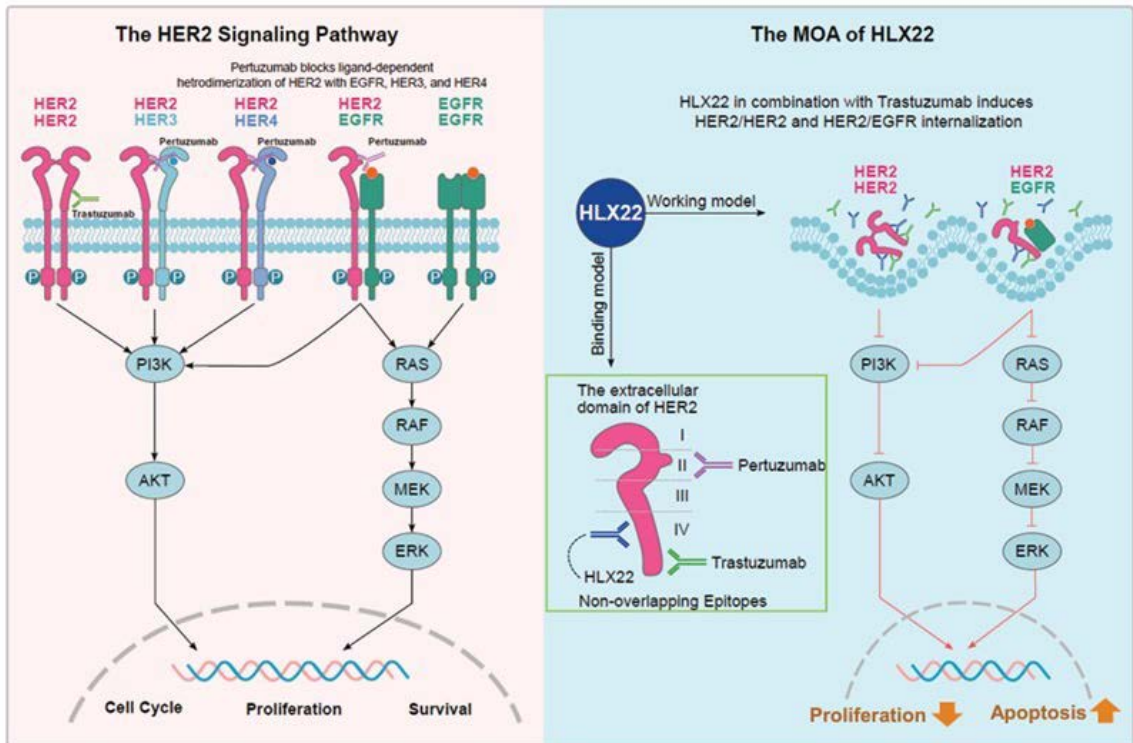
## I. AC101: 위암·유방암 동시 공략

AC101의 차별화된  
기전

AC101은 자체 개발한 HER2 표적 항체로 기존 표준 치료제인 허셉틴(성분명: trastuzumab)과 결합 에피토프(epitope)이 다르다. 허셉틴이 HER2 Domain II에 결합하는 것과 달리, AC101은 Domain IV에 결합한다.

두 항체의 결합 부위가 달라 하나의 HER2 단백질에 동시에 결합할 수 있고, 각자의 자리에서 HER2 신호를 함께 차단하는 이중 봉쇄(Dual Blockade) 효과를 낸다. 허셉틴 단독으로는 억제하기 어려웠던 HER2/EGFR 이종이합체(HER2와 옆 수용체인 EGFR이 결합해 만들어내는 암 신호) 신호까지 차단할 수 있어 기존 치료에 반응이 없거나 내성이 생긴 환자에서도 효과를 기대할 수 있다. 또한 AC101이 HER2에 결합하면 항체의 세포 내 유입률(Internalization)이 40~80%까지 증가해, 암세포 생존 신호를 더욱 강력하게 차단한다. 애플클론은 이 기술을 2016년 전임상 단계에서 중국 헨리우스(Henlius)에 기술이전했으며, 임상 단계별 마일스톤과 상업화 이후 매출 로열티를 수취하는 구조다.

Fig. 126: AC101의 작용기전: HER2 Domain IV에 결합해 암세포 생존 신호 차단



Source: Henlius, 다올투자증권

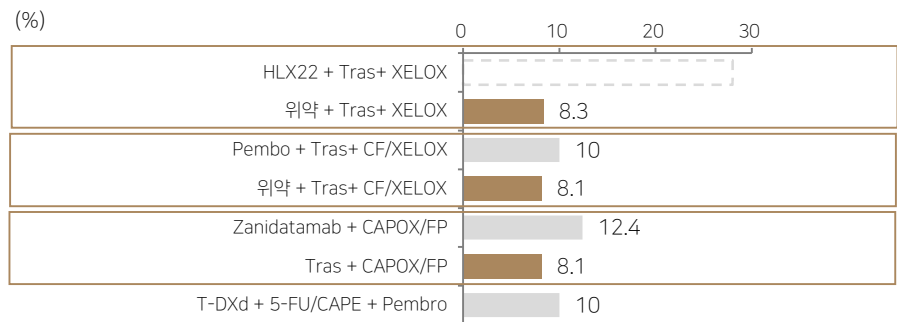
위암은 제한적인 치료 옵션으로 미충족 수요가 높은 시장

이러한 기전적 차별성이 의미있는 이유는 위암이 그만큼 치료가 어려운 암종이기 때문이다. 위암은 전세계 연간 신규환자가 약 100만명에 달하는 대형 시장임에도, HER2 양성 위암 1차 치료의 표준요법(허셉틴+화학요법)의 mPFS(무진행 생존기간 중앙값)는 약 6.7개월에 불과하고 3~4년 생존율은 15% 이하로 떨어진다. 수술 후 전이/재발로 사망하는 환자가 많음에도 치료 옵션이 제한적이어서 미충족 수요(Unmet Needs)가 매우 높은 시장이다.

mPFS 39개월 미도달, 데이터로 증명한 Best-in-class

이러한 상황에서 AC101의 임상2상 결과는 주목할 만하다. 2025년 ASCO에서 발표된 2년 추적 관찰에서 AC101+허셉틴+화학요법(XELOX) 병용군은 대조군(위약+허셉틴+화학요법) 대비 질병 진행 위험을 80% 낮췄다. mPFS는 병용군에서 미도달(Not Reached), 대조군은 8.3개월이었으며, 12개월, 24개월 무진행생존율은 각각 77.1%, 54.8%로 대조군(40.8%, 17.5%) 대비 2년 시점 기준 3배 이상의 생존율을 기록했다. mOS(전체 생존기간 중앙값) 역시 병용군은 미도달, 대조군은 16.4개월로 생존 연장 효과가 뚜렷했다. DOR(반응 지속기간) 또한 병용군은 중앙값 미도달, 대조군은 9.7개월이었다. 이후 2026년 5월 발표된 39개월 장기 추적에도 AC101 병용군의 mPFS는 여전히 미도달 상태로 유지하며 위험비(Hazard ratio) 0.2 수준의 압도적인 결과가 이어지고 있다. 위암 표준치료 mPFS(6.7개월) 대비 5배 이상의 생존기간 연장이 확인되고 있는 셈이다.

Fig. 127: HLX22은 기존 HER2 위암 치료요법 대비 PFS(무진행 생존기간) 개선



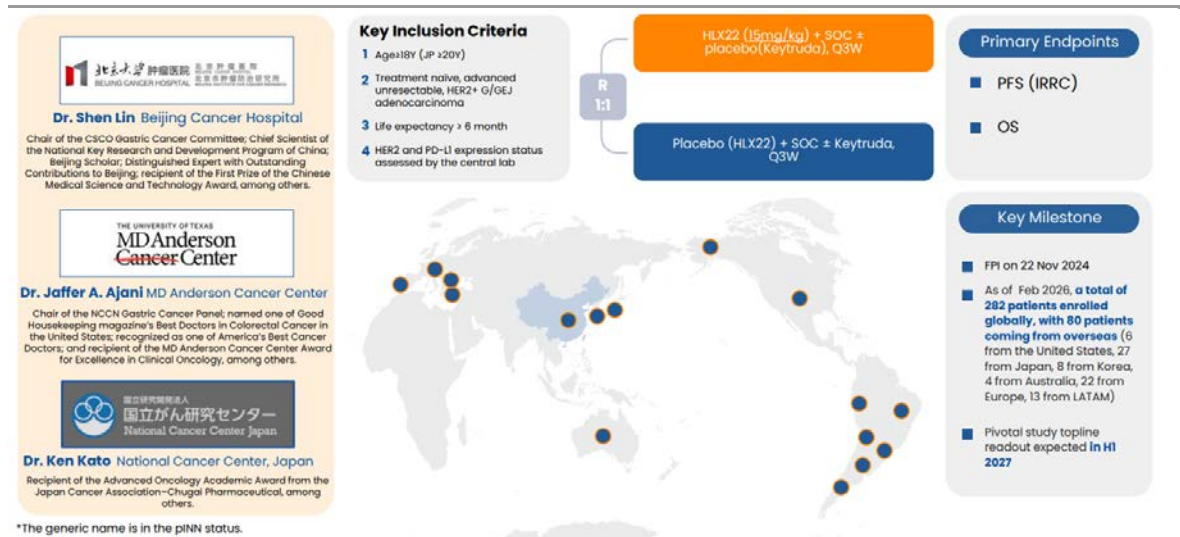
Source: JPMHC 2026, Henlius, 다올투자증권  
 Note: Tras(트라스투주맙(허셉틴)); CF/XELOX(화학항암요법); Pembo(키트루다); Zanidatamab(재즈/BeiGene이 개발 중인 HER2 이중항체); T-DXd(엔허투); 5-FU/Cape(화학항암요법);

놀라운 임상 성과  
보여주고 있음

이 같은 데이터를 바탕으로 AC101은 미국 FDA와 유럽 EMA로부터 위암 희귀의약품(Orphan Drug Designation; ODD) 지정을 동시에 받았으며, FDA 가속 승인 요건 충족, EMA 조건부 시판허가 및 우선심사 대상 지정, 중국 NMPA 혁신 치료제 지정 등 주요 글로벌 규제기관으로부터 긍정적 평가를 확보했다.

현재 위암 환자 550명을 대상으로 한 글로벌 임상3상(HLX22-GC-301) 진행 중이며, 1H27 탑라인 결과 발표가 예상된다. 헨리우스는 미국·유럽 시장에서의 독자적인 상업화 역량이 제한적이라는 점에서, 3상 성공 이후 글로벌 빅파마로의 제3자 기술이전 또는 공동 상업화 파트너십 추진 가능성이 존재한다. 이 경우 애플론 입장에서 추가 마일스톤 수취 가능성과 함께 로열티 베이스 확대에 이어질 수 있을 전망이다.

Fig. 128: AC101(HLX22) 글로벌 임상3상 디자인 및 Key Milestone



Source: Henlius, 다올투자증권

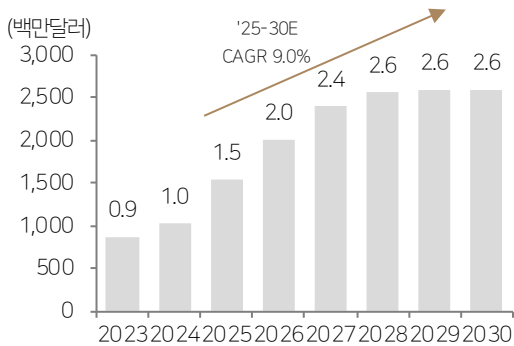
유방암 시장 진입,  
헨리우스가 낙점한  
블록버스터 후보

한편 헨리우스는 위암에 그치지 않고 유방암으로 적응증 확장을 본격화하고 있다. 헨리우스는 향후 5년 성장 로드맵에서 HLX22를 블록버스터(연매출 1조원 이상) 후보로 공식 지정했으며, 전체 파이프라인 중 블록버스터로 분류된 품목은 HLX22를 포함해 단 3개에 불과하다. 위암보다 시장 규모가 10배 이상 큰 유방암으로의 확장은 이 블록버스터 가치를 실현하는 핵심 축이다.

'Chemo-free' 전략이  
열어갈 HER2 치료의  
미래

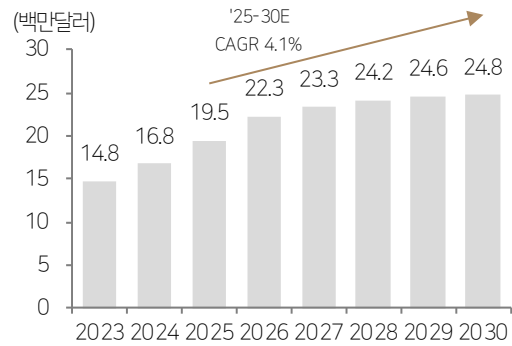
화학요법의 독성 부담을 배제한 'Chemo-free' 전략 하에 두 가지 병용 임상을 동시에 진행 중이다. AC101+엔허투(T-DXd) 병용요법으로 HER2 저발현(HER2-low)·호르몬수용체(HR) 양성 유방암 환자 대상 임상2상(중국) 진행 중으로 2H26 ESMO(유럽종양학회)에서 발표될 예정이다. HER2 양성 유방암 1차 치료를 겨냥한 AC101+HLX87(헨리우스 자체 HER2 ADC) 병용 임상2/3상은 2026년 2월 첫 환자 투약을 개시했다.

Fig. 129: 글로벌 HER2+ 전이성 위암/식도암 시장 규모



Source: Clarivate, 애플론, 다올투자증권  
Note: 주요 7개국. 글로벌은 7개국의 약 3.5배

Fig. 130: 글로벌 HR+/HER- 유방암 시장 규모



Source: Clarivate, 애플론, 다올투자증권  
Note: 주요 7개국. 글로벌은 7개국의 약 1.4배

Fig. 131: AT101(HLX22) 임상시험 현황

NCT 번호	적응증	임상 단계	상태	지역	예상 등록 환자 수	예상 1차 완료일
NCT06532006	위암 및/또는 위식도접합부암	3상	모집 중	글로벌	550명	2027-06-01
NCT06832202	유방암	2상	모집 중	중국	50명	2027-06-01
NCT07294508	전이성 유방암	2/3상	모집 중	중국	706명	2028-01-15
NCT07294534	신보조요법 유방암	2/3상	아직 모집 전	중국	817명	2028-09-30
NCT07176702	전이성 췌장관선암, PDAC	2상	활성 상태, 모집 중 아님	중국	45명	2027-03-05
NCT04908813	위암	2상	활성 상태, 모집 중 아님	중국	150명	2024-12-01
NCT03916094	HER2 과발현 고형암	1상	완료	중국	11명	2021-01-04

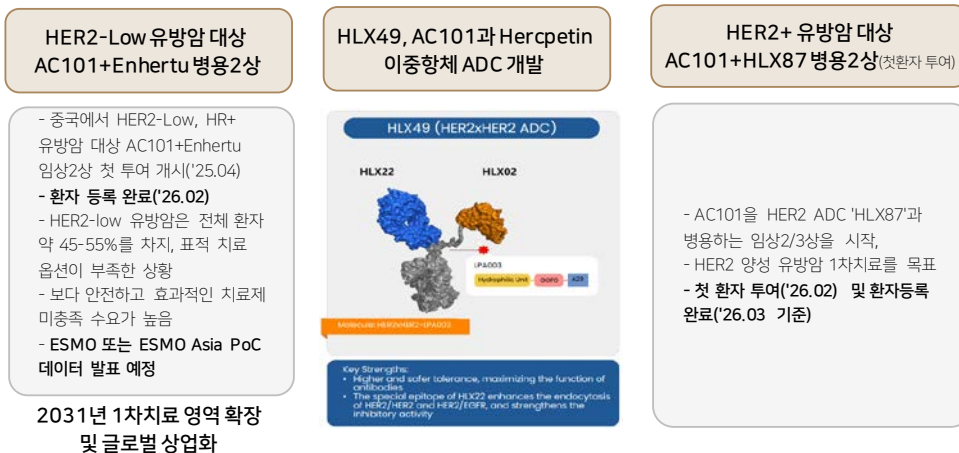
Source: Clinicaltrials.gov, 다올투자증권

엔허투를 넘어설  
차세대 ADC HLX49

AC101의 가치는 단독 항체를 넘어 차세대 ADC 플랫폼으로도 확장되고 있다. 헨리우스가 AACR(미국암학회) 2026에서 공개한 HLX49는 트라스투주맙의 결합 부위(Domain II)와 AC101의 결합 부위(Domain IV)를 하나의 ADC에 동시에 탑재한 구조로, 두 에피토프를 동시에 잡아 HER2 수용체 교차결합을 극대화하고 약물의 암세포 내 흡수 효율을 높인 것이 핵심이다.

전임상에서 HLX49는 유방암·위암 세포주에서 엔허투 대비 월등한 내재화 효율과 살상력을 기록했으며, 단회 6mg/kg 투여만으로도 종양을 완전히 소멸시키는 효과(CR)를 확인했다. 특히 엔허투가 효과를 내기 어려운 HER2 초저발현(IHC<1+) 모델에서도 CR(Complete Response; 완전관해)이 확인됐다. 헨리우스는 2026년 내 HLX49의 IND 신청을 목표로 하고 있어, AC101 원천 기술 기반의 로열티 수익 창출 경로가 한층 다각화될 전망이다.

Fig. 132: Chemo free 유방암 1차 치료제로 AC101+ADC 병용전략



Source: 애플론, 다올투자증권

## II. AT101: 차세대 CAR-T의 국내 상업화 초읽기

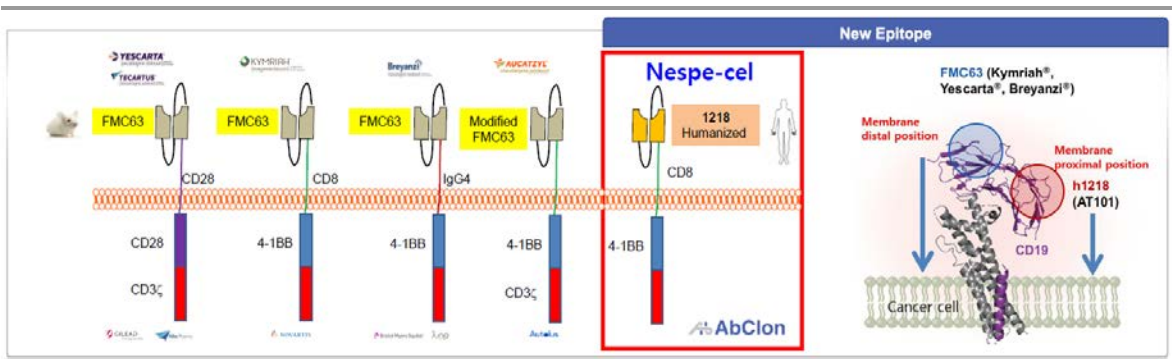
FMC63 한계를 극복한 H1218 항체

CD19는 B세포 분화 초기부터 말기까지 광범위하게 발현되는 항원으로, B세포 유래 혈액암 치료의 핵심 표적으로 자리잡고 있다.

김리아·예스카타 등 현재 허가된 주요 CD19 표적 CAR-T 치료제는 마우스 유래 FMC63 항체를 사용한다. 문제는 FMC63이 CD19 수용체의 세포막에서 먼 위치에 결합해 암세포 인식력이 떨어지는데다, CAR-T세포가 암세포에 너무 오래 달라붙어 과부하가 걸려 스스로 탈진(Exhaustion)해 사멸한다는 점이다. 결과적으로 투여 환자의 70%가 재발하거나 치료 반응을 보이지 않는 구조적 한계로 이어진다.

AT101은 완전인간형 항체 H1218을 사용해 이 한계를 극복했다. H1218은 암세포막에 매우 가까운 위치(Exon 2)에 결합해 암세포 인식 효율을 높이고, 빠르게 붙었다 빠르게 떨어지는(Fast-on/Fast-off)으로 CAR-T 세포가 탈진 없이 암세포를 반복적으로 공격할 수 있게 한다. 쉽게 말해, 암세포를 반복적으로 공격하되 한 곳에 오래 붙어있지 않아 CAR-T 세포가 탈진하지 않고 지속적으로 살상 작용을 이어갈 수 있는 구조다. FMC63과 결합 부위가 달라 특히 침해 소지도 없다.

Fig. 133: AT101: 독자적인 CD19 에피토프 결합으로 효능 향상



Source: 앵클론, 다올투자증권

김리아·예스카타를  
뛰어넘은 독보적  
임상 데이터

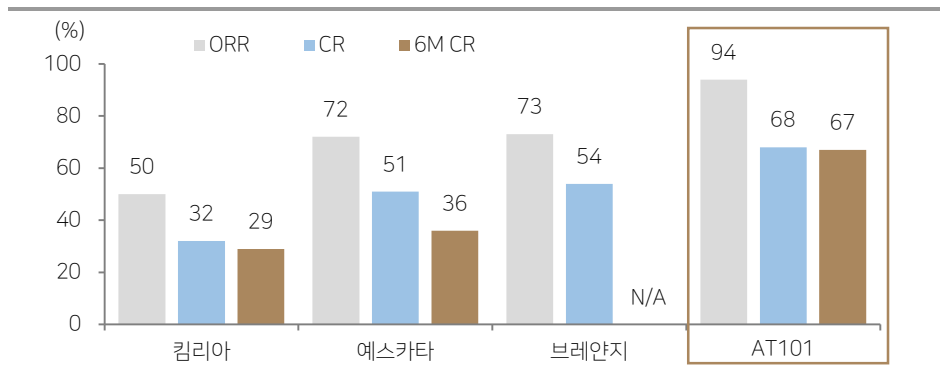
이러한 기전적 차별성은 임상에서 그대로 입증됐다. 2025년 EHA(유럽혈액학회)에서 발표된 국내 임상2상 중간 결과에서 AT101은 미만성 거대 B세포 림프종(DLBCL) 환자 대상 ORR(객관적 반응률) 94%, CR(완전관해율) 68%를 기록했다. 6개월 시점에서도 CR 67%가 유지되며 반응의 지속성도 확인됐다. 김리아(CR 30~40%)·예스카타(CR 50%)를 상회하는 수치다. 안전성에서는 3등급 이상 CRS(사이토카인 방출) 1명, 4등급 ICANS(신경독성) 1명이 발생했으나 허용 범위 내로 관리됐다.

2H26 최종 데이터  
확인 예정. 2027년  
상업화 카운트다운

AT101은 식약처로부터 신속 허가 대상 및 개발단계 희귀의약품으로 지정받아 심사 기간 단축 혜택을 받고 있다. 현재 임상 막바지로 2H26 최종 데이터 확보 후 조기 품목허가 신청할 계획이다. 2027년 상업화가 기대된다.

국내에서는 종근당이 AT101 국내 독점 판매 우선권을 확보하고 공동 연구 개발 파트너십을 체결했다. 탄탄한 영업망을 보유한 종근당이 유통을 전담함으로써 허가 이후 빠른 시장 침투와 매출 확대가 기대된다. 해외에서는 튀르키예 제약사 TCT헬스테크놀로지에 현지 권리를 라이선스아웃했으며, 2026년 상반기 내 현지 3개 GMP 생산센터 구축 완료 및 첫 환자 투여가 예정돼 있다. 중동·유럽 추가 협상도 진행 중이다. 글로벌 판권은 아직 미계약 상태로, 2026년 하반기 임상 2상 최종 데이터 발표 이후 글로벌 L/O 가능성이 열려 있다.

Fig. 134: AT101 임상2상 중간 데이터: ORR 94%, CR 68%



Source: EHA 2025, 다올투자증권

### III. 차세대 면역항암 CAR-T 플랫폼

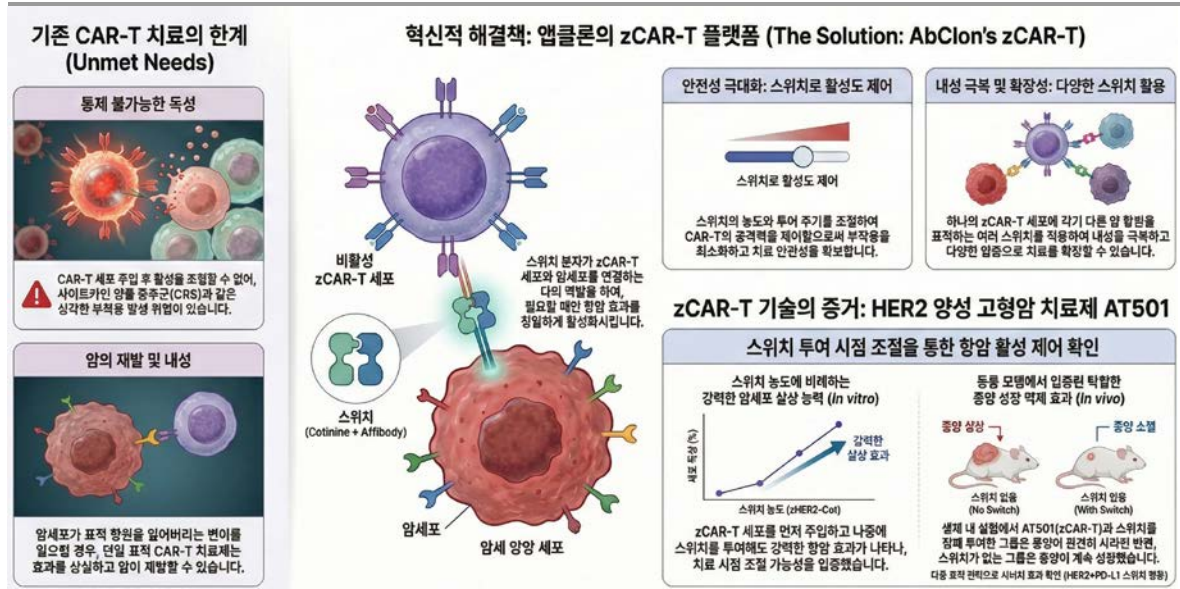
초소형 '스위치 분자'로 고형암의 치밀한 장벽을 허물다: zCAR-T

앱클론의 파이프라인은 AT101을 넘어 고형암과 자가면역질환까지 겨냥한 차세대 플랫폼으로 확장되고 있다.

zCAR-T(스위치블 CAR-T) 플랫폼(AT501, AT601)은 기존 CAR-T가 정복하지 못한 고형암을 겨냥한다. 기존 CAR-T는 혈액암에서는 효과적이지만, 단단하고 치밀한 고형암 조직에는 T세포가 침투하지 못해 효과가 제한적이었다. zCAR-T는 이 문제를 '스위치 분자'라는 중간 매개체로 해결한다. 일반 항체의 1/25 크기에 불과한 이 초소형 분자가 고형암 조직 깊숙이 먼저 침투해 암세포에 달라붙으면 혈관을 순환하던 zCAR-T 세포가 이를 신호로 인식해 조직 심부까지 유입되어 암세포를 사멸한다. 스위치 분자만 교체하면 여러 항원을 순차적으로 타겟팅할 수 있어 암세포 변이에도 유연하게 대응할 수 있다는 점도 강점이다.

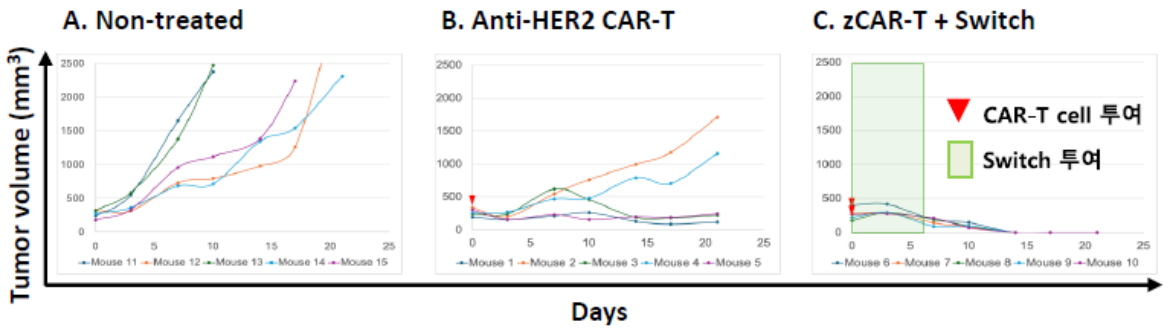
AACR 2026에서 AT501 전임상 데이터를 공개했으며, 기존 CAR-T 대비 강력한 항암 효능과 종양미세환경 조절 능력을 입증했다. 앱클론은 연내 AT501 IND 제출을 목표로 임상 진입을 추진 중이다.

Fig. 135: zCAR-T 플랫폼이란?



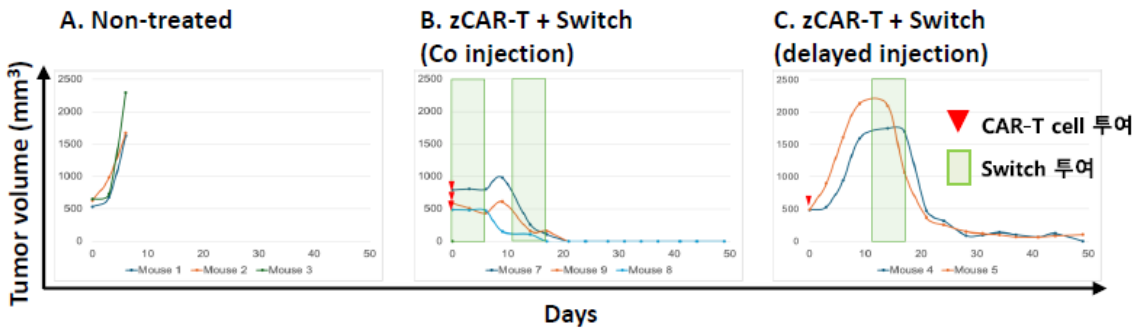
Source: 앱클론, 다올투자증권

Fig. 136: zCAR-T 전임상: 기존 HER2 CAR-T 대비 우수한 항암 효과 확인



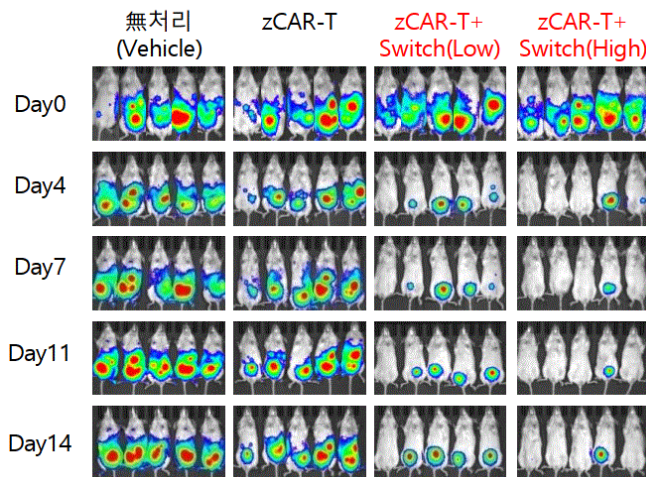
Source: 애플론, 다올투자증권

Fig. 137: zCAR-T 전임상: 스위치 물질 투여 시점에 따라 다른 항암 효과 확인



Source: 애플론, 다올투자증권

Fig. 138: zCAR-T 전임상: 스위치 물질 농도에 따른 zCAR-T 활성 평가



Source: 애플론, 다올투자증권

외부 제조 없는 즉시 투여 가능한 In vivo CAR-T

한편 In Vivo CAR-T 플랫폼은 기존 CAR-T 치료의 가장 큰 걸림돌인 비용과 제조 시간 문제를 근본적으로 해결할 수 있다. 기존 CAR-T는 환자 혈액에서 T세포를 채취해 외부 GMP 센터에서 유전자를 발현시킨 뒤 재주입해야 해 1회 투여당 4~5억 원에 달하는 비용이 소요된다. In Vivo CAR-T는 mRNA와 LNP(지질나노입자)를 체내에 직접 주입해 환자 몸 속 T세포를 리프로그래밍하는 방식으로, 외부 제조 공정 없이 즉시 투여가 가능하다.

애플론은 LNP 기술을 보유한 스웨덴 StrikePharma와 협업해 In vivo CD19 CAR-T를 공동 개발 중이며, 해당 프로젝트는 유럽 국제공동연구 지원사업인 유로스타(Eurostars) 과제에 선정됐다. 국내외 복수 기업들과 MTA(물질이전계약)를 체결하며 파트너링 논의도 본격화되고 있다. AT101 임상에서 축적한 CAR 구조체 설계·용량 최적화 노하우를 In Vivo 플랫폼에 직접 접목하고 있어 개발 효율성 면에서 경쟁 우위가 있다고 판단된다.

글로벌 메가 트렌드와 수렴, 중장기 글로벌 L/O의 잠재적 카드

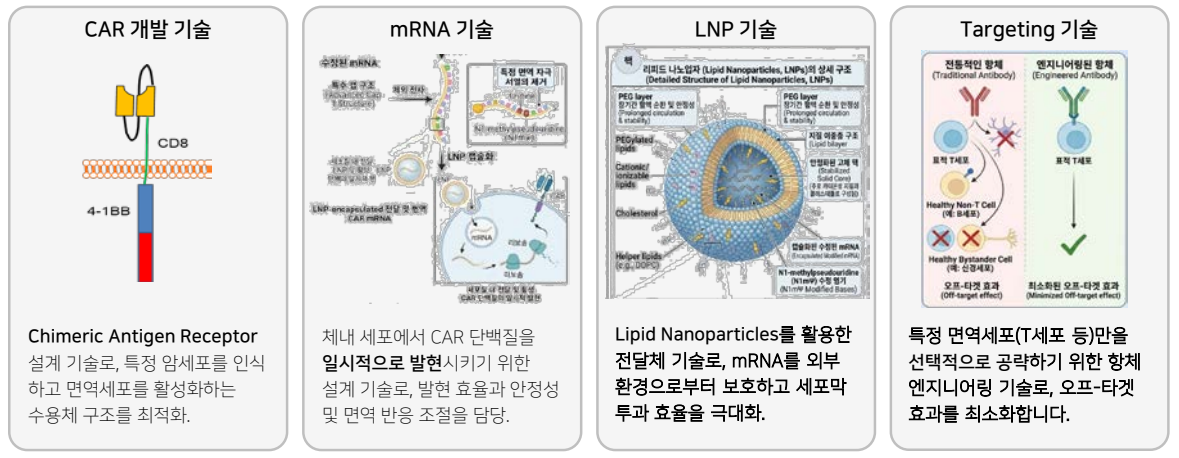
이 분야는 글로벌 빅파마의 M&A가 집중되고 있는 핵심 전장이기도 하다. 2025년 아스트라제네카의 EsoBiotec 인수를 시작으로, 일라이 릴리는 2026년 Orna Therapeutics(24억달러)·Kelonia Therapeutics(최대 70억달러)를 연속 인수했고, 애브비·길리어드·BMS도 잇따라 관련 바이오텍을 확보했다. 글로벌 빅파마의 세포치료제 전략이 '체내 엔지니어링'으로 수렴되는 흐름 속에서, 애플론의 In Vivo CAR-T 플랫폼은 중장기 글로벌 L/O의 잠재적 카드로 평가된다.

Fig. 139: Ex vivo CAR-T vs. In vivo CAR-T 비교

비교 항목	기존기술 (Ex vivo CAR-T)	차세대 기술 (In vivo CAR-T)
제조공정	환자 혈액 추출 → 외부배양 → 재주입 (복잡한 GMP 제조 시설 필수)	혁신; 체내 직접 엔지니어링 바이러스 벡터 또는 LNP 직접 투여
소요기간	약 3-4주 (Vein-to Vein) (제조 및 운송 대기 시간 발생)	즉시성; Off the shelf (기성품) 진단 즉시 즉각적인 치료 가능
치료비용	초고가 (약 4-5억원 이상) (개인 맞춤형 소량 생산 체계)	효율성; 획기적 비용 절감 표준화된 주사제 형태 대량 생산 가능
환자 접근성	특수 의료 센터 한정 (세포 처리 인프라 구비 필수)	대중화; 일반 병원 확대 가능 정맥 주사로 간편하게 투여
안전성/전처치	림프구 제거 화학요법(전처치) 필수 (강한 부작용 위험 존재)	안전; 환자 부담 최소화 전처치 생략 또는 강도 완화 가능

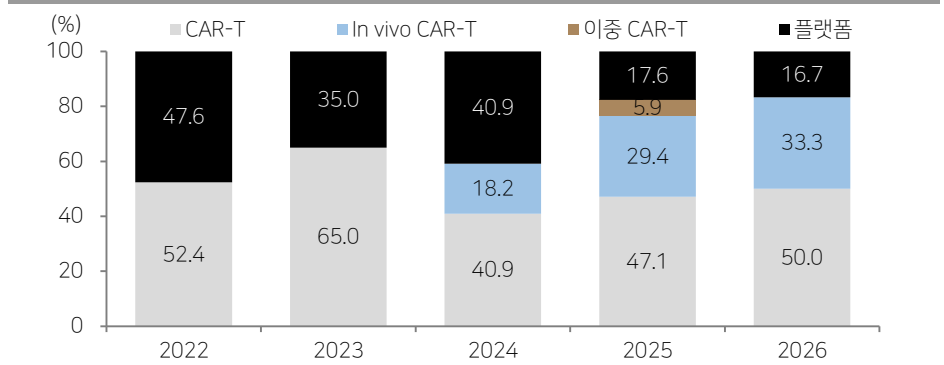
Source: 애플론, 다올투자증권

Fig. 140: In vivo CAR-T 기술의 핵심 구성 요소를 모두 갖추고 있어 경쟁력 충분



Source: 애플론, 다음투자증권

Fig. 141: CAR-T 기술이전 건수 기준 모달리티 비중: In vivo CAR-T 비중 확대



Source: Evaluate Pharma, Bloomberg, 다음투자증권

Fig. 142: 앵클론 R&D 파이프라인 현황

구분	파이프라인	타겟	적응증	디스커버리	전임상	임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상
Antibody	AC101 (HLX22)	HER2	위암 (1L)	미국, 일본, 중국, 유럽, 호주, 한국, 남미 등				
			유방암 (1L)	엔히투 병용 HER2-low 환자군 대상				
			유방암 (1L)	HLX87(HER2 ADC) 병용				
			유방암	HLX87(HER2 ADC)병용, 수술전처리요법				
			췌장암	연구자 임상(IIT)				
			위암	Serplulimab(PD-1) 병용				
	AC101 (HLX49)		위암, 유방암	AC101+HLX02 ADC 2026년 IND 신청 예정				
CAR-T	AT101 (네스파셀)	CD19	DLBCL (3L)					
			CAR-T 치료 후 재발/불응 DLBCL	연구자 임상(IIT)				
			DLBCL (2/3L)	2026년 IND 예정(튀르키예)				
			DLBCL (2L)	2차치료제 확장 연구자 임상, 26년 IND 예정				
	AT201	CD19(Dual/tandem)	혈액암					
	AT301	PSMA	전립선암					
	AT501	HER2	고형암	2026년 IND 신청 예정				
	AT502	PD-L1	고형암					
이중항체	AM105	4-1BBxEGFR	대장암					
	AM201	TNFαxIL-6	자가면역질환					
	AM109	4-1BBxPSMA	전립선암					
In vivo CAR-T	InCAR-T	CD19	혈액암					
BBB 셔틀	NeuroTaG	TfR1, IGF1R, CD98	신경질환					

Source: 앵클론, 다올투자증권

### 애플론 재무제표 (K-IFRS 별도)

#### 대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	11.9	25.0	19.3	23.2	46.0
현금성자산	10.3	24.1	18.8	21.9	45.0
매출채권	1.1	0.6	0.1	0.7	0.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
비유동자산	17.9	29.1	26.1	25.0	24.7
투자자산	0.4	1.7	0.4	0.3	15.4
유형자산	17.1	26.9	25.2	24.1	8.8
무형자산	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
자산총계	29.8	54.0	45.4	48.2	70.7
유동부채	10.0	8.6	17.6	18.1	9.4
매입채무	2.0	0.8	0.7	0.8	2.1
유동성이자부채	7.0	7.1	16.8	17.2	7.0
비유동부채	0.4	8.7	0.6	0.7	1.0
비유동이자부채	0.1	8.2	0.0	0.0	0.0
부채총계	10.5	17.3	18.2	18.8	10.3
자본금	7.6	8.3	8.4	9.2	10.2
자본잉여금	45.5	61.2	64.1	81.4	103.4
이익잉여금	(34.6)	(43.7)	(56.6)	(72.9)	(90.8)
자본조정	0.8	10.9	11.3	11.8	37.6
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	19.4	36.7	27.2	29.4	60.4
투하자본	16.2	28.0	25.3	24.8	22.5
순차입금	(3.2)	(8.8)	(2.0)	(4.6)	(37.9)
ROA	(29.3)	(22.0)	(25.9)	(34.8)	(30.1)
ROE	(42.1)	(33.0)	(40.3)	(57.6)	(39.9)
ROIC	(44.7)	(28.7)	(31.7)	(45.2)	(54.1)

#### 손익계산서

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	3.0	3.4	2.9	2.3	4.7
증가율 (Y-Y,%)	4.9	12.8	(15.5)	(18.7)	101.5
영업이익	(10.2)	(8.7)	(11.6)	(15.6)	(17.6)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(8.8)	(7.2)	(10.0)	(14.0)	(16.5)
영업외손익	(0.0)	(1.6)	(1.2)	(0.7)	(0.3)
순이자수익	(0.0)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	0.0
외화관련손익	(0.0)	0.0	(0.0)	0.1	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(10.2)	(10.3)	(12.9)	(16.3)	(17.9)
당기순이익	(10.2)	(9.2)	(12.9)	(16.3)	(17.9)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(7.4)	(6.3)	(8.4)	(11.3)	(12.8)
(+) Dep	1.4	1.5	1.7	1.6	1.1
(-) 운전자본투자	(0.9)	0.8	0.3	0.8	(1.8)
(-) Capex	0.5	0.1	0.0	0.2	0.6
OpFCF	(5.7)	(5.7)	(7.1)	(10.7)	(10.5)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(8.4)	(38.1)	1.3	(8.1)	11.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률(%)	53.6	70.2	71.9	46.0	24.2
영업이익률(%)	(338.9)	(256.7)	(404.8)	(666.2)	(374.1)
EBITDA마진(%)	(292.7)	(212.2)	(346.2)	(598.3)	(350.2)
순이익률(%)	(339.2)	(271.5)	(448.5)	(696.7)	(379.9)

#### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	(8.6)	(7.5)	(9.5)	(14.4)	(13.8)
당기순이익	(10.2)	(9.2)	(12.9)	(16.3)	(17.9)
자산상각비	1.4	1.5	1.7	1.6	1.1
운전자본증감	0.7	0.8	1.6	1.1	1.0
매출채권감소(증가)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(1.0)	2.0
재고자산감소(증가)	0.3	0.6	0.3	(0.6)	(0.0)
매입채무증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.2)
투자현금	8.0	(9.5)	13.6	2.1	(3.8)
단기투자자산감소	8.5	(9.3)	13.6	2.2	(3.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.6)
유무형자산감소	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	(0.1)	21.5	2.9	18.8	37.7
차입금증가	(0.1)	9.9	(0.2)	9.9	14.9
자본증가	0.0	0.1	0.1	0.0	12.2
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(0.8)	4.5	7.0	6.6	20.1
총현금흐름(Gross CF)	(8.1)	(6.9)	(9.7)	(13.5)	(15.7)
(-) 운전자본증가(감소)	(0.9)	0.8	0.3	0.8	(1.8)
(-) 설비투자	0.5	0.1	0.0	0.2	0.6
(+) 자산매각	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(0.7)	(16.9)	3.5	(12.4)	(17.5)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(0.7)	(16.9)	3.5	(12.4)	(17.5)

자료: 다올투자증권

#### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(670)	(603)	(831)	(936)	(908)
BPS	1,239	2,200	1,587	1,578	2,930
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	14.3	5.8	9.3	8.9	14.5
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	89.6	62.1	86.6	110.5	184.4
재무건전성 (%)					
부채비율	54.1	47.0	66.9	63.9	17.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	118.4	290.9	109.8	128.3	492.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	928.7
이자비용/매출액	5.9	14.4	46.9	38.5	9.3
자산구조					
투하자본(%)	60.2	51.9	56.8	52.8	27.1
현금+투자자산(%)	39.8	48.1	43.2	47.2	72.9
자본구조					
차입금(%)	26.8	29.5	38.2	37.0	10.5
자기자본(%)	73.2	70.5	61.8	63.0	89.5

**Compliance Notice**

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

**투자등급 비율**

BUY : 91.7%    HOLD : 8.3%    SELL : 0.0%

**투자등급 관련사항**

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

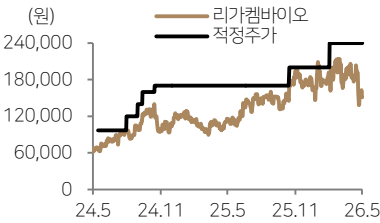
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

**최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용**

**리가캠바이오(141080)**



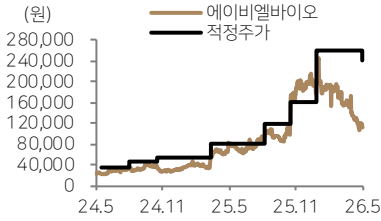
일자	2024.06.13	2024.08.29	2024.09.30	2024.10.11	2024.11.13	2025.11.12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	97,000원	120,000원	140,000원	160,000원	170,000원	200,000원
일자	2026.03.03					
투자의견	BUY					
적정주가	240,000원					

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.06.13	97,000원	81,328원	98,000원	-16.16	1.03
2024.08.29	120,000원	93,479원	104,900원	-22.1	-12.58
2024.09.30	140,000원	107,900원	123,300원	-22.93	-11.93
2024.10.11	160,000원	128,030원	140,000원	-19.98	-12.5
2024.11.13	170,000원	121,725원	160,300원	-28.4	-5.71
2025.11.12	200,000원	178,726원	209,000원	-10.64	4.5
2026.03.03	240,000원	186,539원	213,500원	-22.28	-11.04

\* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 6월 1일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

에이비엘바이오(298380)



일자	2024.06.13	2024.08.29	2024.11.13	2025.04.10	2025.09.03	2025.11.13
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	36,000원	45,000원	52,000원	80,000원	120,000원	160,000원
일자	2026.01.26	2026.06.02				
투자 의견	BUY	BUY				
적정주가	260,000원	240,000원				

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.06.13	36,000원	27,531원	32,900원	-23.53	-8.61
2024.08.29	45,000원	34,773원	41,350원	-22.73	-8.11
2024.11.13	52,000원	34,337원	52,600원	-33.97	1.15
2025.04.10	80,000원	72,500원	94,800원	-9.38	18.5
2025.09.03	120,000원	97,737원	126,700원	-18.55	5.58
2025.11.13	160,000원	189,943원	215,500원	18.71	34.69
2026.01.26	260,000원	166,280원	245,500원	-36.05	-5.58
2026.06.02	240,000원	-	-	-	-

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

\* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 6월 1일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가



Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무  
김현  
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선·기계·방산  
최광식  
gs.choie@daolfn.com

건설·부동산  
박영도  
ypark@daolfn.com

자동차·이차전지  
유지웅  
jwyoo@daolfn.com

제약·바이오  
이지수  
jislee@daolfn.com

금융  
김지원  
jiwonkim@daolfn.com

반도체·소부장  
고영민  
ym.ko@daolfn.com

화장품·의료기기  
박종현  
alex.park@daolfn.com

인터넷·게임·레저  
김혜영  
hyyy@daolfn.com

음식료  
이다연  
dayeonlee@daolfn.com

철강·비철금속  
이정우  
jungwoo@daolfn.com

엔터테인먼트  
임도영  
dy.lim@daolfn.com

전기전자  
김연미  
ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략  
조병현  
bhcho@daolfn.com

계량분석  
김경훈  
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석  
허정인  
jeongin@daolfn.com

시황분석  
김지현  
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.03.03	이지수	제약·바이오 - Who's Next?: 특히 질벽 이후 빅파마의 선택
2026.03.05	김혜영	인터넷 - AI 에이전트와 사는 인간
2026.03.06	박영도	건설·부동산 - NEED MORE HOUSES : 나는 아빠차가 싫어요
2026.03.12	이정우	철강·비철금속 - 회복의 철강, 격변의 비철
2026.03.16	오정하	로봇 - 시연을 넘어, 일하는 로봇으로
2026.03.17	박종현	의료기기 - 글로벌 시장을 향한 두 갈래 길
2026.04.07	최광식	조선 - 해가 지지 않는 조선제국: 2번째 발걸음 HHIP
2026.04.23	임도영	엔터테인먼트 - 실적과 멀티플의 괴리 속에서
2026.05.06	유지웅·오정하	자동차&로봇 - 메가트렌드의 시작
2026.05.21	고영민	반도체/소부장 2H26 전망 - 꺼지지 않는 초록불
2026.05.25	최광식	방산 - 실전, 현지화, 그래서 K-방산 : 파이프라인 가치 Valuation
2026.05.28	조병현·박영찬·정현하	2026년 하반기 매크로 전망: 달라지는 관계들
2026.05.28	김연미	전기전자 - 시는 기판 위에서 흐른다
2026.05.28	김혜영	인터넷·게임·레저 - 월드 모델을 타고 AGI로 가자
2026.05.29	박종현	의료기기 - Sex and the diagnostics

