

II. 제약/바이오 투자전략 및 Top picks

지난 11월, 국내 제약/바이오 섹터는 에이비엘바이오의 일라이릴리 향 총 3.8조원 규모의 Grabody-B 기술수출에 따른センチメント 개선 및 정부의 코스닥 활성화 방안 논의 가능성 등으로 가파른 주가 상승을 보였다. 미국 중소형 바이오텍(XBI US) 또한 11월 강한 주가 흐름을 보였는데, 지속해서 언급됐듯 4분기는 전통적으로 글로벌 바이오텍 딜 성수기로 대형 M&A 및 라이선스 계약이 집중되는 시기이기 때문이다. 최근에는 대형 딜과 더불어 인수 경쟁전(Pfizer vs. Novo, Alkemes vs. Lundbeck) 양상도 나타났으며, 추가적으로 Protagonist, Abivax 등 M&A 가능성이 언급되고 있다.

12월에도 바이오텍 캘리가 지속될 것으로 예상된다. 여전히 바이오텍 딜 성수기다. 연말, 연초 빅파마들의 Investor Day 등을 앞두고 특허 만료를 앞둔 기존 블록버스터 방어 및 성장 전략 제시를 위한 인수, 라이선스 활동이 활발히 이어질 가능성이 높다. 이에 중소형 바이오텍의 긍정적인 주가 흐름이 예상된다. 시장에서 기대했던 에이비엘바이오가 대형 딜을 체결했기에, 알테오젠, 리가캠바이오, 오스코텍, 디앤디파마텍 등의 라이선스-아웃 기대감이 여전히 유효하다는 판단이다. 현재 국내 제약 바이오섹터의 시가총액 비중은 8% 수준으로 지난 10년 평균(약 9%)을 하회한다. 반면 신약의 상업화(유한양행/오스코텍, SK바이오팜, 알테오젠, 셀트리온 등), 신약 R&D(에이비엘바이오, 리가캠바이오, 디앤디파마텍, 오름테라퓨틱, 에이프릴바이오 등), 신약 생산(삼성바이오로직스, 에스티팜 등) 등 의약품 밸류체인 전반의 펀더멘털 레벨 업이 나타나고 있다. 비중확대 전략의 좋은 구간에 있다.

12월 주요 이벤트로 12/1~4 CTAD(에이비엘바이오, 오스코텍 등), 12/6~9 ASH(리가캠바이오, 오름테라퓨틱 등), 노보의 oral semaglutide(비만) 허가 PDUFA ~12/17(디앤디파마텍 등), 연내 릴리 GLP-1/GIP/GCG retatrutide 골관절염(OA) 데이터 발표(한미약품 등), 연말~연초 멧세라/화이자 097i 4주 임상(VESPER3) 및 224o/097o 데이터 발표(디앤디파마텍) 등이 있다.

우리의 탐픽은 인적분할로 수주경쟁력 강화, 5공장 추가 수주 가능성 및 6공장 투자 발표가 기대되는 **삼성바이오로직스(207940)**, 관심종목은 일라이릴리, GSK와의 계약만으로도 추가적인 기업가치 상승 및 Grabody-B 활용 간(liver) 외 전달 효율을 높이는 공동연구 논문발표가 기대되는 **에이비엘바이오(298380)**, 자회사 제노스코 100% 편입으로 레이저티닙 가치 재부각 및 MTBR 타우 타깃 항체 기술수출이 기대되는 **오스코텍(039200)**이다.

1. Eli Lilly가 선택한 에이비엘바이오의 BBB 셔틀

에이비엘바이오는 글로벌 제약/바이오 시가총액 1위 기업 일라이 릴리에 Grabody-B 셔틀 플랫폼을 적용한 복수의 비공개 타깃 후보물질의 개발 및 상업화에 대한 독점적 권리를 이 전했다. 이번 계약은 에피토프(epitope) 기반 항체 설계와 올리고뉴클레오타이드(siRNA·ASO) 모달리티를 포괄한 BBB 셔틀 기술수출로 추정되며 플랫폼 확장성 측면의 의미가 크다. 계약금 585억원(4,000만 달러)을 포함해 전체 계약 규모는 약 3.8조원(26억 달러)에 달한다.

특히 이번 계약은 국내 바이오텍 최초로 글로벌 빅파마가 직접 지분투자(약 220억원)를 병행한 사례로, 릴리가 Grabody-B를 단순 기술 도입이 아닌 전략적 플랫폼 파트너십으로 인정했다는 점에서 상징성이 매우 크다. 릴리는 도나네맵(키순라)을 보유한 전통적 CNS 리더이자, 다수의 올리고·siRNA 기반 포트폴리오를 구축하고 있으며, 작년 10월 비공개 회사 Quinotto와도 BBB 셔틀 파트너십을 체결한 바 있다. 이처럼 대안 기술이 존재함에도 불구하고 에이비엘바이어를 선택했다는 점에서 Grabody-B의 경쟁력이 다시 한번 확인되었다.

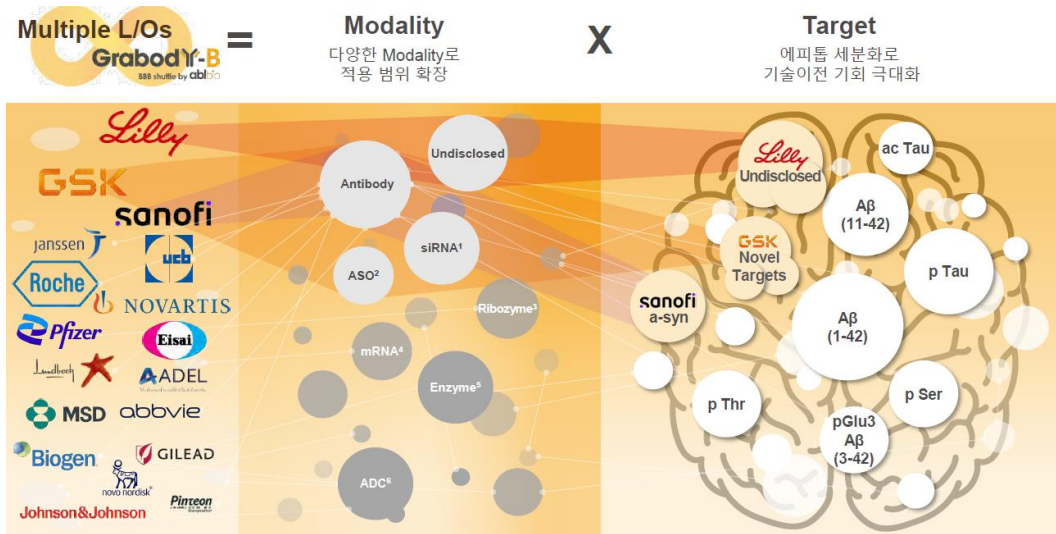
또한 애널리스트 간담회에서 추가 빅파마 2개사와 논의가 지속 중이라고 언급한 만큼, 향후 추가적인 기술수출 가능성도 여전히 열려 있다.

그림 1. 에이비엘바이오의 IGF1R 기반의 Grabody-B



자료: 에이비엘바이오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 에이비엘바이오의 Grabody-B의 확장 가능성



자료: 에이비엘바이오, 미래에셋증권 리서치센터

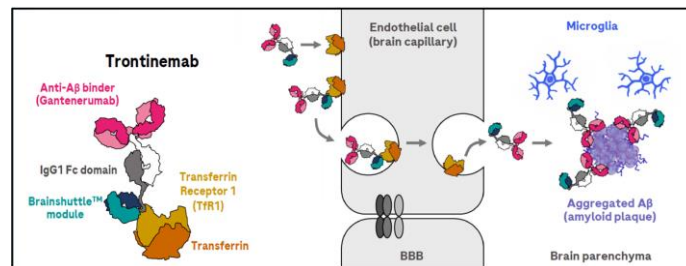
릴리가 Grabody-B를 선택한 배경에는 BBB 셔틀 기술의 산업적 위상 변화가 자리한다. 2023년 10월, 로슈는 임상3상에서 실패한 간테네루맵에 자사의 TfR 기반 BBB 셔틀을 적용한 트론티네맵(trontinemab)의 첫 인간 PoC(Proof of Concept) 데이터를 발표했다. 트론티네맵은 기존 항체 대비 CSF/Plasma 비율을 약 8배 개선했고, 용량 의존적 A β 플라크 감소, 매우 낮은 ARIA-E/H(2.4%)를 보였다. 반면 간테네루맵은 GRADUATE-I/II에서 인지 개선을 입증하지 못했고 ARIA-E 24.9%, ARIA-H 22.9%로 안전성 우려가 컸다.

AD/PD 2025 최신 데이터에서도 트론티네맵의 우수성은 재확인되었다. 투약 28주 후 1.8mg/kg 군에서 65%, 3.6mg/kg 군에서 81%의 환자에서 아밀로이드 플라크가 사실상 완전 제거(24 센틸로이드 이하)되었고, ARIA-E/H 역시 매우 낮은 수준(3.9~0%, 6.6~2.6%)으로 유지되었다. 로슈는 최근 임상3상에 착수했다.

트론티네맵은 현재 시판되는 비-BBB 셔틀 항체인 레캄비(레카네맵), 키순라(도나네맵) 대비 더 빠른 플라크 제거 속도, 더 낮은 ARIA 부작용, 더 우수한 안전성 프로파일을 보여주고 있다. 레캄비는 투약 16개월, 키순라는 12개월차에 대부분의 플라크가 제거되었으며, ARIA-E는 12.6%, 24.0%, ARIA-H는 17.3%, 31.4%로 트론티네맵 대비 월등히 높았다.

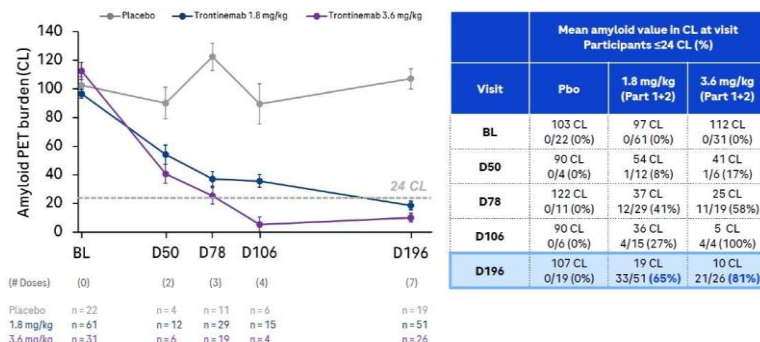
시판 후 실적도 저조하다. 레캄비와 키순라는 인지 개선 효과가 통계적으로는 유의하나 환자·보호자 체감이 낮고, 연간 2.5만 달러 이상의 약가, 높은 ARIA 발생률로 인한 정기 MRI 의무 등으로 시장 침투 속도가 더디다. 이로 인해 애자이와 릴리는 실적 가이드언스를 지속 하향하고 있으며 컨센서스도 낮아지는 추세다. 반면 로슈는 트론티네맵 최대 매출(Peak Sales)을 30억 달러 이상으로 전망하며 차세대 AD 항체 가능성에 주목하고 있다. 이러한 맥락에서 릴리는 도나네맵에도 Grabody-B 적용 가능성을 염두에 두고 있는 것으로 해석된다.

그림 3. Roche의 트론티네맵



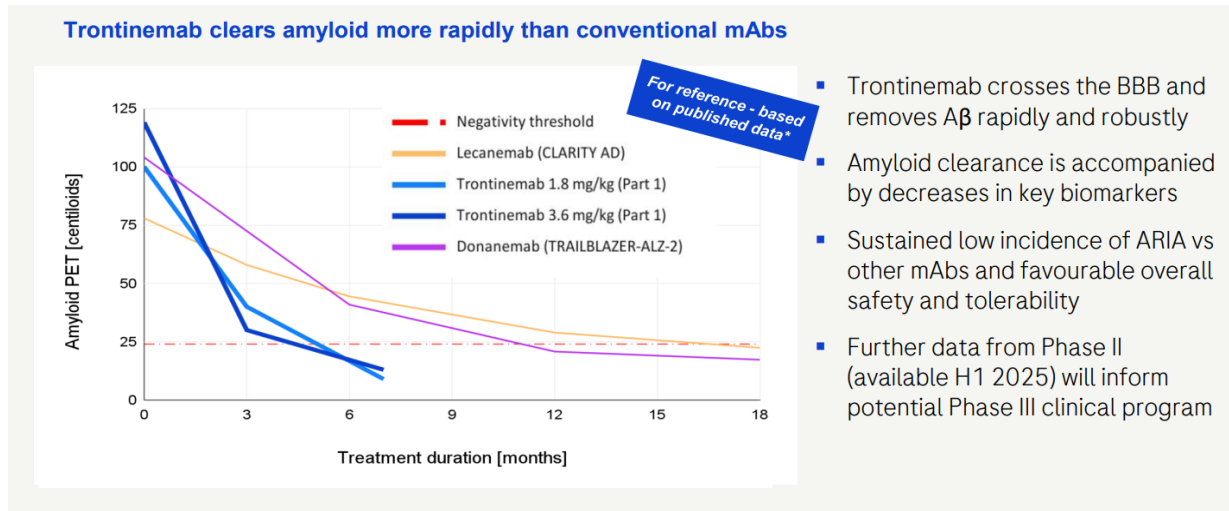
자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 트론티네맵 Amyloid PET 감소



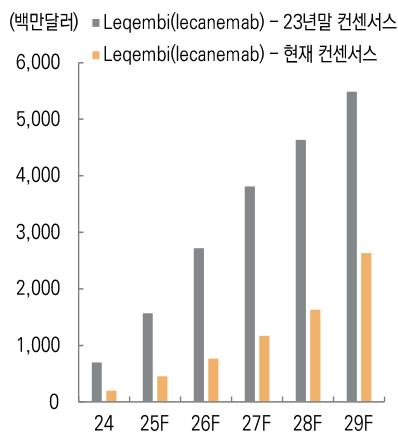
자료: AD/PD 2025, Roche, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 아밀로이드 PET 감소 비교



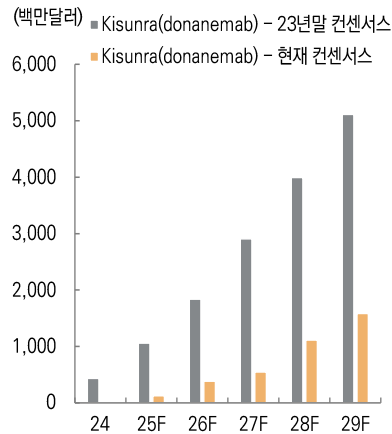
자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 레캄비 컨센서스 변화



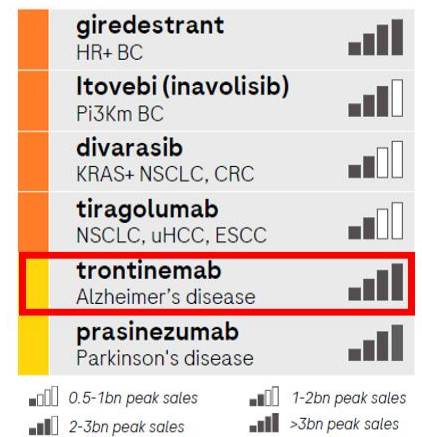
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 키순라 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 로슈의 트론티네마프 기대 매출



자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

로슈의 PoC 발표 이후, BBB 셔틀 기술 기반 딜은 빠르게 증가하고 있다. BioArctic의 BrainTransporter™, Quinotto의 QuinoTrans™, Aliada의 MODEL™, 에이비엘바이오의 Grabody-B™ 등 각기 다른 플랫폼들이 부상했으며, 빅파마는 신약 개발 초기부터 BBB 셔틀 결합 여부를 주요 전략 포인트로 고려하기 시작한 것으로 보인다.

현재까지 다수의 업체(Roche, BioArctic, Denali 등)는 TfR 기반 BBB 셔틀을 이용하는 반면, 에이비엘바이오는 IGF1R 기반 셔틀을 사용한다. IGF1R 기반 셔틀은 타 조직 대비 뇌 발현 비율이 더 높아(IGF1R 32.7 vs TfR 5.6%) 오프타겟 리스크가 낮고, 노화에 따른 발현 변화가 적어 고령 환자에 적합하다는 차별점이 있다.

지난 8월, IGF1R 기반 셔틀이 처음 적용된 Sanofi 기술이전 자산 SAR446159/ABL301의 임상 1상 결과에서 우수한 안전성·내약성이 확인되었고, 이는 Grabody-B 플랫폼의 첫 인간 안전성 입증 사례라는 점에서 릴리의 신뢰도를 높였을 가능성이 높다.

표 1. 항체 기반 BBB 셔틀 글로벌 계약 현황

발표	기업	대상	계약금	전체 규모	플랫폼	타겟	기타
24.04	BioArctic	Eisai	미공개	미공개	BrainTransporter™	TfR x 미공개	BrainTransporter와 미공개 알츠하이머 치료제 후보물질을 결합한 BAN2802에 대한 연구 평가 계약
24.10	Quinotto	Lilly	미공개	미공개	QinoTrans™	미공개	뇌 전달을 위한 차세대 항체 기반 운반체를 발견하기 위한 파트너십 및 라이선스 계약
24.10	Aliada	AbbVie	\$1.4bn	\$1.4bn	MODEL™	TfR/CD98 x Proglu-Aβ 등	MODEL 플랫폼을 적용한 3pE-Aβ 타겟 항체 ALIA-1758을 임상1상 중인 Aliada를 인수
25.02	BioArctic	BMS	\$100mn	\$1.35bn	BrainTransporter™	TfR x PyroGlu-Aβ 등	BrainTransporter 기술이 적용된 PyroGlu-Aβ타겟 항체 BAN2803 및 BAN1503에 대한 글로벌 라이선스 계약
25.04	ABL Bio	GSK	£38.5mn	£2.14bn	Grabody™	IGF1R x 미공개	Grabody-B 기술을 적용한 복수의 신규타겟 후보물질(GSK 적용 모달리티-올리고뉴클레오타이드 및 항체) 글로벌 라이선스 계약
25.08	BioArctic	Novartis	\$30mn	\$1.02bn	BrainTransporter™	TfR x 미공개	BrainTransporter 기술과 노바티스의 독점 항체를 결합한 신약후보물질을 개발
25.11	Manifold Bio	Roche	\$55mn	\$2.055bn	mDesign™	미공개	Manifold의 조직(tissue) 표적 셔틀 포트폴리오와 mDesign이라 불리는 생체내 디스커버리 엔진을 사용해 신경 및 신경 퇴행성 질환 치료를 위한 다중 차세대 BBB셔틀 연구
25.11	ABL Bio	Lilly	\$40mn	\$2.6bn	Grabody-B™	IGF1R x 미공개	릴리가 다양한 모달리티를 기반으로 에이비엘의 Grabody-B 플랫폼 기술을 적용한 복수의 비공개 타겟 후보물질을 개발 및 상업화할 수 있는 독점적 권리 이전

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 다중 경로 침투 IGF1R의 우수성 / IGF1R vs. TfR vs. 단일 항체 비교



주: Caveolae - 카베올린 단백질이 풍부한 세포막의 작은 함입 구조인 카베올라를 통해 물질을 내부화. FEME - 엔도필린 단백질이 관여하는 클라트린 비의존적 엔도사이토시스 경로로, 특정 수용체의 활성화에 의해 빠르게 소낭을 형성해 물질을 내부화하는 과정. CME - 클라트린 단백질을 통해 세포막의 특정 부위를 함입시켜 소낭을 형성, 이를 통해 외부 물질을 세포 내부로 운반.

자료: 에이비엘바이오, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Prasinezumab(PRX002) vs. ABL301 임상1상 SAD, MAD TRAE 정리

Prasinezumab(PRX002)	Placebo	0.3mg/kg	1mg/kg	3mg/kg	10mg/kg	30mg/kg	60mg/kg	All PRX002 Doses	Total
〈Single Ascending Dose〉	n=10	n=6	n=6	n=6	n=6	n=6		n=30	n=40
Treatment-related adverse event, n (%)	1(10%)		1(16.7%)		3(50%)			4(13.3%)	5(12.5%)
〈Multiple Ascending Dose〉	n=25	n=8	n=8	n=8	n=8	n=11	n=12	n=55	n=80
Treatment-related adverse event, n (%)	3(12%)	1(12.5%)		1(12.5%)	1(12.5%)		4(33.3%)	7(12.7%)	10(12.5%)
ABL301	Placebo								Total
〈Single Ascending Dose〉	n=?								n=56
Treatment-related adverse event, n (%)	2(?)								4(7.1%)
〈Multiple Ascending Dose〉	n=?								n=35
Treatment-related adverse event, n (%)	-								2(5.7%)

자료: Mov Disord., 32: 211-218. <https://doi.org/10.1002/mds.26878>, Parkinsonism & Related Disorders 46:e25 DOI:10.1016/j.parkreldis.2017.11.083, 미래에셋증권 리서치센터

이번 릴리 계약은 GSK 계약과 마찬가지로 모달리티 범위를 항체를 넘어 siRNA·ASO까지 확장한 것으로 보인다. BBB 투과가 어려운 RNA 치료제를 Grabody-B에 결합해 뇌 내 전달 효율을 획기적으로 높이려는 전략이다. 이는 기존 TfR 기반 BBB 셔틀 계약에서 볼 수 없던 형태로, Grabody-B 플랫폼의 차별적 경쟁력을 재확인할 수 있는 대목이다.

현재 승인된 RNA 치료제들은 중추신경계 표적 시 척수강내 직접 투여(스핀라자), 간 표적 GalNAc-siRNA(온파트로 등)로 사실상 두 영역에만 집중되어 있다. 간(liver) 외 조직, 특히 근육·심장·뇌 등 전달이 어려운 조직으로 RNA를 전달하는 기술은 RNA 치료제들의 질병영역을 확대하기 위해 빅파마들이 필요로 하는 영역이다. Avidity Biosciences는 TfR 항체 기반 AOC(Antibody Oligonucleotide Conjugate) 기술로 근육 RNA 전달 효율을 높여 최근 노바티스에 약 120억 달러(약 18조원)에 인수된 바 있다.

에이비엘바이오는 아이오니스(Ionis, 시총 약 134억 달러)와 공동연구로 Grabody-B를 통해 근육 전달 가능성까지 확인한 바 있다(해당 논문은 올해 말~내년 초 발표될 예정). 공개되지는 않았으나 릴리는 CNS를 넘어 근육 등 더 다양한 조직으로의 전달 가능성을 염두에 두었을 것으로 예상된다.

TfR 기반 BBB 셔틀로 빅파마와 CNS 딜이 집중되던 2020년, Denali Therapeutics의 시가총액은 약 100억 달러(약 14조원)에 달했다. Avidity는 근육 RNA 전달 기술만으로도 120억달러(약 18조원)에 인수되었다.

에이비엘바이오의 현재 시가총액은 10.3조원 수준으로, BBB 셔틀 Grabody-B 외에도 이중항체 기반 항암제 Grabody-T 파이프라인 또한 순항 중(ABL111 위암 1b상 후속 탐라인 데이터 1Q26, ABL001 담도암 2차 데이터 발표 1Q26 말 예상)이다. 현재의 라이선스 레코드만으로도 추가적인 기업가치 상승이 예상되며, 향후 추가적인 Grabody-B 라이선스-아웃 기반 지속적인 기업가치 상승을 기대할 수 있겠다.