한올바이오파마 (009420)

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

면역 질환에서 노화까지

역노화 기술 도입으로 노화까지

24년 Turn bio로부터 세포 리프로그래밍 플랫폼(ERA) 도입 계약 체결, ERA는 mRNA를 통한 세포 리프로그래밍과 관련 있는 전사 인자를 발현시키는 기술로 투여량과 노출 시간 등을 조절하기 용이. 세포 역노화에서 세포를 완전히 리프로그래밍하는 것보다 세포 표현형 등이 남아 있는 상태까지 부분적으로 리셋. 이는 종양 발생 위험 등이 낮아 안전성에서 유리할 것으로 판단.

Turn bio는 리드 파이프라인인 TRN-001의 전임상 실험 등에서 콜라겐, ECM 단백질 등 피부 노화 관련 단백질 발현 증가 확인. 또한 P16, H3K9me3과 같이 노화, 역노화 관련 단백질 발현에서도 변화를 보이며 역노화 치료제 개발 가능성 확인. 동사는 안구, 귀 관련 노화 질환 치료제 개발에 적용할 계획.

26년부터 공개되는 IMVT-1402 임상 결과

FcRn inhibitor(Batoclimab, IMVT-1402)는 동사 주요 파이프라인으로 Immunovant가 IMVT-1402의 상업화에 집중하며 batoclimab보다는 IMVT-1402 임상 결과가 중요할 전망. IMVT-1402의 임상 결과는 26년부터 확인 가능할 예정이며 대부분의 적응증 임상이 허가를 목적으로 진행.

Vyvgart, Imaavy 등 경쟁 FcRn inhibitor 대비 시장 출시 시기 차이가 크다는 점에서 GD, CLE 등 first in class를 목표로 하는 적응증 임상 결과가 더욱 중요할 전망. MG, CIDP 등 경쟁 FcRn inhibitor들의 허가 적응증 경쟁에서는 높은 IgG 감소율을 기반으로 임상적 유효성에서 경쟁 약물 대비 차별화가 필요할 것으로 판단.

투자 의견 Buy, 목표주가 4.2만원 유지

BUY (M)

목표주가	42,000원 (M)
직전 목표주가	42,000원
현재주가 (8/29)	29,850원
상승여력	41%

시가총액	15,594억원
총발행주식수	52,240,638주
60일 평균 거래대금	78억원
60일 평균 거래량	279,885주
52주 고/저	49,800원 / 24,250원
외인지분율	5.00%
배당수익률	0.00%
주요주주	대웅제약 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.5	16.1	(22.2)
상대	11.1	(0.8)	(35.0)
절대 (달러환산)	9.6	15.0	(25.4)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	42	13.3	2.6	40	4.1
영업이익	1	132.8	-12.6	1	0.1
세전계속사업이익	1	58.6	-18.7	-	-
지배순이익	1	198.9	10.8	1	-17.1
영업이익률 (%)	2.4	+1.2 %pt	-0.4 %pt	2.5	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	1.6	+1.0 %pt	+0.1 %pt	2.0	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

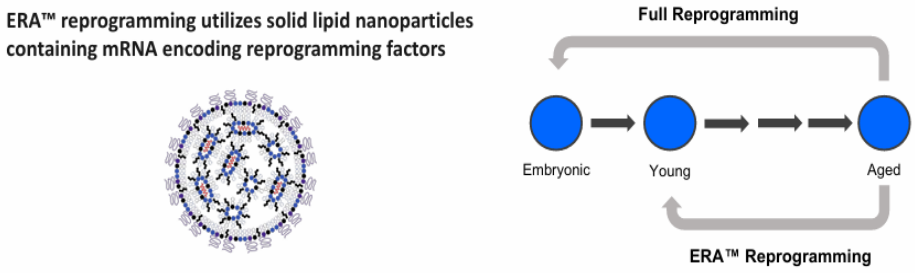
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	135	139	160	175
영업이익	2	0	3	3
지배순이익	4	-2	2	2
PER	358.5	-1,056.6	953.4	729.4
PBR	6.6	11.0	10.3	10.2
EV/EBITDA	220.3	562.1	256.0	256.0
ROE	2.0	-1.0	1.0	1.4

자료: 유안타증권

리프로그래밍 기술로 mRNA 플랫폼 도입

동사는 24년 Turn bio로부터 세포 리프로그래밍 플랫폼인 ERA(Epigenetic Reprogramming of Aging)를 도입하는 계약을 체결했으며, 안구 및 귀 관련 노화 질환 치료제 개발에 적용할 계획이다. ERA는 리프로그래밍 관련 전사 인자를 생산할 수 있는 mRNA 칵테일을 사용하는 기술로 DNA를 통한 세포 리프로그래밍 기술보다 전사 인자의 투여량과 노출 기간 등을 제어하기 쉬운 장점이 있다. 세포 역노화는 iPSCs(유도만능 줄기세포)까지 체세포를 리셋하지 않고 세포 표현형을 유지한 상태에서 후성 유전학적 변화의 초기화까지만 리프로그래밍이 필요하기 때문에 mRNA 활용이 더욱 유리할 것으로 판단한다.

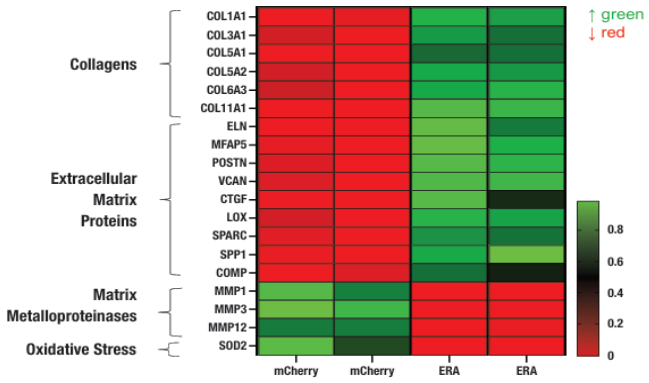
ERA 리프로그래밍 개념



자료: ESDR 2024, 유안타증권 리서치센터

Turn bio의 리드 파이프라인인 TRN-001은 피부 역노화를 적응증으로 개발하고 있으며 전임상 연구에서 TRN-001을 처리 받은 피부 섬유아세포에서 콜라겐이나 ECM 구성 단백질과 관련된 유전자의 발현량이 증가했으며, 산화적 스트레스와 관련된 대표적 유전자인 SOD2 유전자의 발현을 줄어들었다. 또한 노화에 따라 발현량이 증가하는 주요 단백질 중 하나인 P16 단백질량도 TRN-001을 처리 받은 세포에서 유의미한 감소를 보였으며, 세포 분화능도 증가하는 것을 확인할 수 있었다.

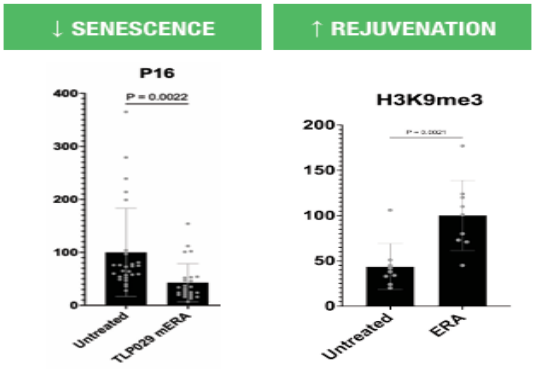
피부 주요 유전자 발현 변화



GENE	PROTEIN
COL1A1	Collagen Type I
COL3A1	Collagen Type III
COL5A1 COL5A2	Collagen Type V
COL6A3	Collagen Type VI
COL11A1	Collagen Type XI
ELN	Elastin
MFAP5	Microfibril-Assoc Protein 5
POSTN	Periostin
VCAN	Versican
CTGF	Connective Tissue Growth Factor
LOX	Lysyl Oxidase
SPARC	Secreted Protein Acidic and Cysteine Rich
SPP1	Secreted Phosphoprotein 1
COMP	Cartilage Oligomeric Matrix Protein
MMP1	Matrix Metallopeptidase 1
MMP3	Matrix Metallopeptidase 3
MMP12	Matrix Metallopeptidase 12
SOD2	Superoxide Dismutase 2

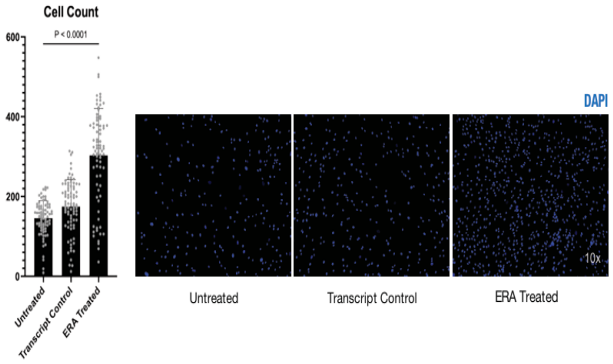
자료: ISID2023, 유안타증권 리서치센터

노화 및 역노화 관련 단백질 변화



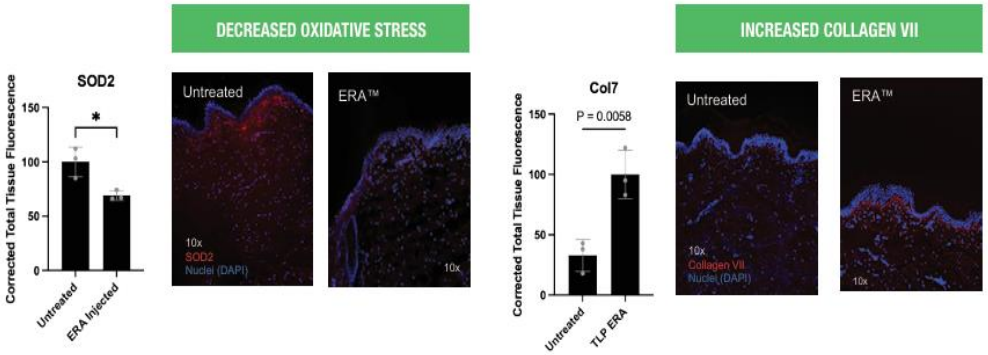
자료: ISID2023, 유안타증권 리서치센터

세포 분화능 증가



자료: ISID2023, 유안타증권 리서치센터

SOD2, 콜라겐량 변화



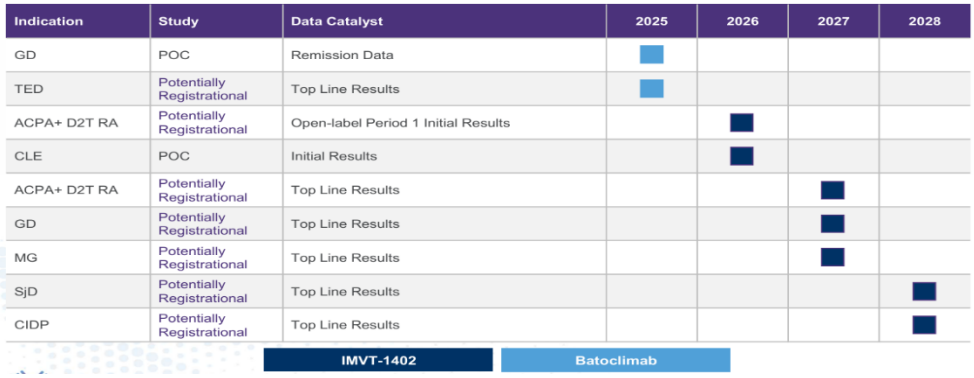
자료: ISID2023, 유안타증권 리서치센터

동사는 24년 국책 연구 과제로 선정되어 총 60억원의 연구 개발비를 지원 받을 예정이며 27년까지 1개 이상의 후보 물질을 도출, 임상 단계로 진입할 것으로 예상된다. 세포 리프로그래밍을 통한 역노화 기술은 아직 초기 연구 단계이나 동물 모델이나 세포에서 노화 개선 가능성을 보이고 있어 다양한 바이오테크들의 긍정적인 성과 확인에 따라 동사 개발 파이프라인의 성공 가능성 및 가치 향상으로 이어질 것으로 전망한다.

26년부터 IMVT-1402 임상 공개 개시

FcRn inhibitor인 Batoclimab(IMVT-1401), IMVT-1402의 임상 결과 공개도 이어질 예정이다. 특히 26년부터는 IMVT-1402의 임상 결과를 확인하기 시작할 예정으로 CLE 적응증에 대한 PoC 임상을 제외하면 모두 허가를 목적으로 진행되는 임상이다. 허가 목적 임상 중 FcRn inhibitor 약물들이 이미 승인받은 MG와 CIDP를 제외한 GD, RA, SjD는 아직까지 FcRn을 차단하는 약물로 승인된 품목은 없다. 다만, SjD의 경우 Vyvgart(Efgartigimod), Imaavy(Nipocalimab)도 임상을 진행 중에 있어 first in class 가능성은 높지 않을 것으로 보인다. GD, RA 적응증에 대해서 경쟁 FcRn inhibitor 들이 임상을 진행하지 않고 있거나 임상을 중단하면서 두 적응증에 대해서는 먼저 적응증 확보도 가능할 것으로 예상한다.

Batoclimab, IMVT-1402 임상 데이터 타임라인



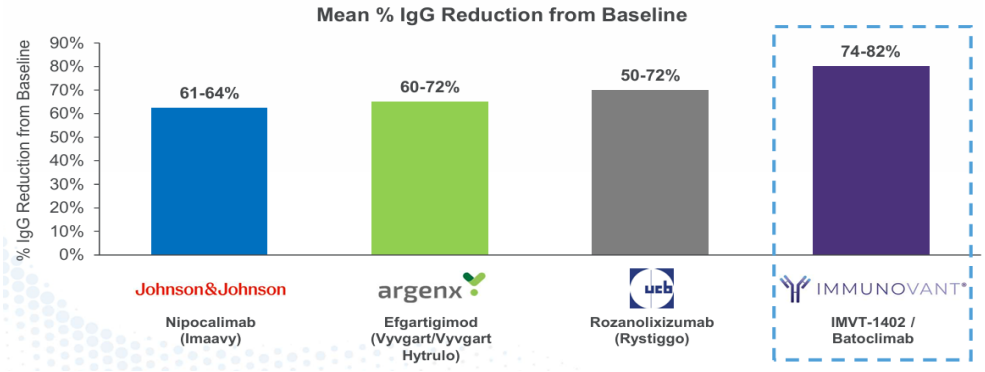
Indication	Study	Data Catalyst	2025	2026	2027	2028
GD	POC	Remission Data	■			
TED	Potentially Registrational	Top Line Results	■			
ACPA+ D2T RA	Potentially Registrational	Open-label Period 1 Initial Results		■		
CLE	POC	Initial Results		■		
ACPA+ D2T RA	Potentially Registrational	Top Line Results			■	
GD	Potentially Registrational	Top Line Results			■	
MG	Potentially Registrational	Top Line Results			■	
SjD	Potentially Registrational	Top Line Results				■
CIDP	Potentially Registrational	Top Line Results				■

IMVT-1402 Batoclimab

자료: Immunovant, 유안타증권 리서치센터

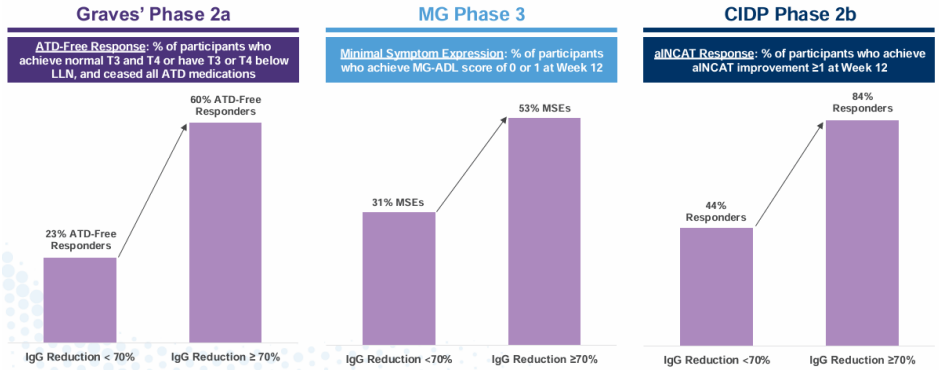
Immunovant가 batoclimab(IMVT-1401)의 상업화보다는 IMVT-1402의 상업화에 집중하는 모습을 보이면서 26년부터 있을 IMVT-1402의 임상 결과가 동사 주가의 주요 모멘텀이 될 것으로 예상된다. Vyvgart, Imaavy 등 경쟁 FcRn inhibitor 들에 비해 시장 진입 시기가 최대 7~8년 이상 늦을 것으로 예상되고 있어 CLE, GD 등의 적응증 임상 결과가 중요할 것으로 판단한다. 또한 IMVT-1402가 경쟁 약물들에 비해 IgG 감소율이 높으며, 높은 IgG 감소율을 통해 임상적 효과에서도 유의미한 차이를 확인할 수 있다는 MG, CIDP 등에서도 경쟁력을 가질 수 있을 것으로 판단한다.

IgG 감소율 비교



자료: Immunovant, 유안타증권 리서치센터

IgG 감소율과 임상 효과 관계



자료: Immunovant, 유안타증권 리서치센터

한올바이오파마 (009420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**135**	**139**	**160**	**175**	**189**
매출원가	60	66	74	82	88
매출총이익	75	73	85	94	102
판관비	73	73	83	91	98
영업이익	**2**	**0**	**3**	**3**	**4**
EBITDA	5	3	6	6	6
영업외손익	1	0	0	-1	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	1	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	3	0	2	3	3
법인세비용	0	2	1	1	1
계속사업순손익	4	-2	2	2	3
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-2	2	2	3
지배지분순이익	**4**	**-2**	**2**	**2**	**3**
포괄순이익	15	-20	-15	2	3
지배지분포괄이익	15	-20	-15	2	3

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**30**	**9**	**-2**	**-5**	**-4**
당기순이익	4	-2	2	2	3
감가상각비	3	3	3	3	2
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	20	4	-12	-13	-13
기타현금흐름	3	4	5	4	4
투자활동 현금흐름	**-12**	**-27**	**-10**	**-3**	**-3**
투자자산	-3	-4	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-2	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-7	-22	-9	-2	-2
재무활동 현금흐름	**-1**	**1**	**-1**	**-7**	**-7**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	2	2	2	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-1	-3	-7	-7
연결범위변동 등 기타	0	0	4	17	16
현금의 증감	**17**	**-17**	**-10**	**3**	**3**
기초 현금	17	34	16	7	10
기말 현금	34	16	7	10	13
NOPLAT	**2**	**2**	**3**	**3**	**4**
FCF	**27**	**8**	**-2**	**-5**	**-4**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**114**	**85**	**75**	**84**	**94**
현금및현금성자산	34	16	7	10	13
매출채권 및 기타채권	23	20	23	25	27
재고자산	32	38	43	47	50
비유동자산	126	128	122	119	117
유형자산	18	17	15	12	10
관계기업등 지분관련자산	1	2	3	3	3
기타투자자산	58	42	30	30	31
자산총계	**240**	**213**	**197**	**204**	**211**
유동부채	38	35	39	43	46
매입채무 및 기타채무	25	23	25	28	30
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	10	11	12	13
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**54**	**45**	**50**	**55**	**59**
지배지분	186	168	147	149	151
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	115	117	119	119	119
이익잉여금	31	26	28	30	33
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**186**	**168**	**147**	**149**	**151**
순차입금	**-55**	**-23**	**-5**	**-8**	**-11**
총차입금	1	1	2	2	2

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	67	-35	31	41	54
BPS	3,673	3,316	2,889	2,927	2,979
EBITDAPS	104	64	116	116	122
SPS	2,582	2,660	3,056	3,358	3,627
DPS	0	0	0	0	0
PER	**358.5**	**-1,056.6**	**953.4**	**729.4**	**557.4**
PBR	**6.6**	**11.0**	**10.3**	**10.2**	**10.0**
EV/EBITDA	**220.3**	**562.1**	**256.0**	**256.0**	**242.1**
PSR	**9.3**	**13.7**	**9.8**	**8.9**	**8.2**

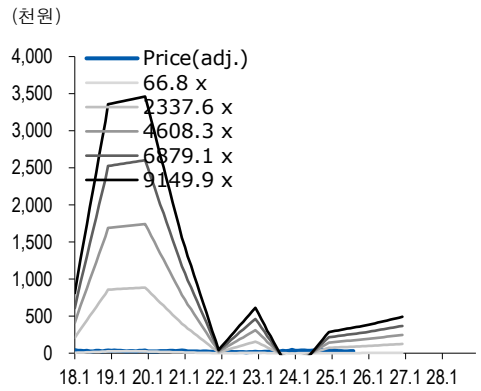
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**22.7**	**3.0**	**14.9**	**9.9**	**8.0**
영업이익 증가율 (%)	**46.9**	**-89.6**	**1,052.7**	**19.3**	**24.3**
지배순이익 증가율 (%)	**1,295.2**	**적전**	**흑전**	**30.7**	**30.9**
매출총이익률 (%)	55.7	52.8	53.4	53.5	53.7
영업이익률 (%)	**1.6**	**0.2**	**1.7**	**1.8**	**2.1**
지배순이익률 (%)	2.6	-1.3	1.0	1.2	1.5
EBITDA 마진 (%)	4.0	2.4	3.8	3.5	3.4
ROIC	3.4	2.7	0.3	2.5	3.1
ROA	1.5	-0.8	0.8	1.1	1.4
ROE	**2.0**	**-1.0**	**1.0**	**1.4**	**1.9**
부채비율 (%)	28.7	26.5	34.2	37.0	39.2
순차입금/자기자본 (%)	-29.6	-13.8	-3.5	-5.4	-7.3
영업이익/금융비용 (배)	34.6	3.2	31.0	35.2	41.6

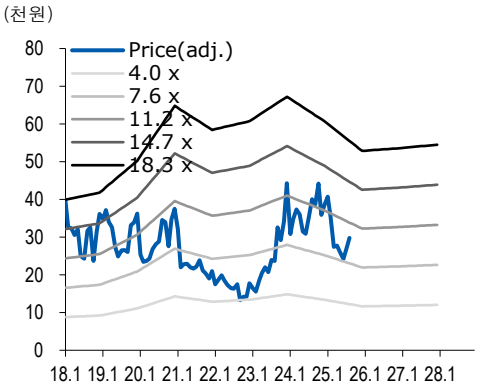
자료: 유안타증권

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

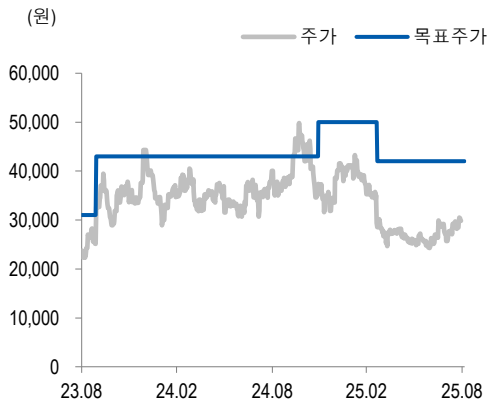
P/E band chart



P/B band chart



한올바이오파마 (009420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-01	BUY	42,000	1년		
2025-03-21	BUY	42,000	1년		
2024-11-28	BUY	50,000	1년	-25.32	-13.40
2024-09-27	1년 경과 이후		1년	-1.42	15.81
2023-09-27	BUY	43,000	1년	-17.99	3.02
2023-05-24	BUY	31,000	1년	-26.57	-8.71

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-30

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

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

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