ISSUE & PITCH

28 Jan. 2026

**박종현** 의료기기 | alex.park@daolfn.com

# BUY

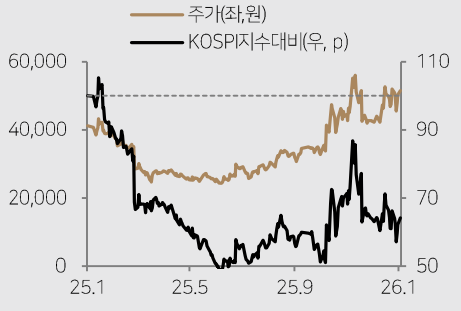
| | 현재 | 직전 | 변동 |
|---|---|---|---|
| 투자의견 | BUY | | 유지 |
| 적정주가 | 64,000 | 40,000 | 상향 |
| Earnings | | | 유지 |

| Stock Information | |
|---|---|
| 현재가 (1/27) | 51,500원 |
| 예상 주가상승률 | 24.3% |
| 시가총액 | 26,904억원 |
| 비중(KOSPI내) | 0.07% |
| 발행주식수 | 52,241천주 |
| 52주 최저가 / 최고가 | 24,250 - 56,000원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 458억원 |
| 외국인 지분율 | 6.1% |
| 주요주주지분율(%) | |
| 대웅제약 (외 4인) | 31.2 |
| 국민연금공단 (외 1인) | 8.3 |
| 자사주 (외 1인) | 2.8 |

| Valuation wide | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|
| PER(배) | n/a | n/a | n/a |
| PBR(배) | 17.3 | 30.3 | 33.8 |
| EV/EBITDA(배) | 598 | 1,069 | 2,614 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| Performance | 1M | 6M | 12M | YTD |
|---|---|---|---|---|
| 주가상승률 (%) | 22.0 | 76.4 | 25.2 | 17.7 |
| KOSPI 대비 상대수익률 (%) | (1.1) | 17.3 | (75.3) | (2.9) |

Price Trend




DAOL 다올투자증권

# 한올바이오파마 (009420)

## 당겨진 RA 임상, 최초 유효성

### Issue

기업 현황 업데이트

### Pitch

2026E D2T RA 임상 결과 발표를 통해 IMVT1402의 최초 유효성 결과 발표, 적정주가 6.4만원 상향

### Rationale

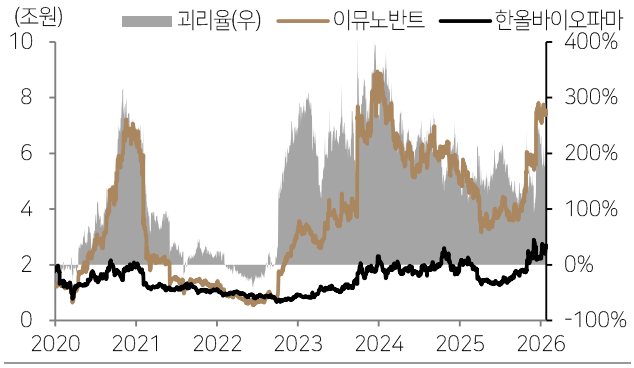
- **[바토클리맙]** TED 데이터 3상 2026E 확인 기대. TED에 대하여 상업화 진행하지 않을 경우, 바토클리맙으로 IMVT가 진행하는 적응증이 없기에 권리 반환 가능성 존재. IMVT 입장에서는 TED환자군은 GD 병력이 있기 때문에 GD와 TED 환자군이 겹치는 상황, IMVT1402를 통해 TED환자군 공략 가능. 추후 세부 환자군인 TED에서 IMVT1402가 임상적 효능을 보이면 TED 적응증 확대가 가능
- **[HL161ANS(IMVT-1402)]** 2026E RA 등록임상 탑라인, CLE 임상 2상(PoC) 탑라인, 2027E GD, MG 등록임상 탑라인, 2028E SjD, CIDP 등록임상 탑라인 확인 예정. RA 임상 결과가 1년 앞당겨짐
- 2026E IMVT1402의 첫 유효성 데이터를 확인하는 구간이기에 동사 및 IMVT의 기업 가치의 큰 변동성이 나타나는 국면
- D2T RA 기대감이 큰 이유는 근본 치료 부재로 치료제가 순환되기에 FcRn 효능 입증 시, 업사이드가 큼. GD의 TAM은 MG 대비 15배 수준으로 First-in-class로 진입 시, 해당 적응증에서만 Peak sales 80억 달러 기대
- 적정 주가 6.4만원 상향. 해당 가정은 바토클리맙 일본 LO를 가정한 밸류에이션. GD/RA 긍정적 임상 데이터 발표 시, 적정 주가는 8.4만원까지 상향 가능. 해당 임상 결과는 D2T RA는 2026년 중 확인 기대, GD는 2027년 중 확인 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 135 | 139 | 155 | 167 | 205 | 251 | 289 |
| 영업이익 | 2 | 0 | (1) | (2) | 8 | 22 | 31 |
| EBITDA | 5 | 3 | 3 | 1 | 11 | 25 | 34 |
| 지배주주순이익 | 4 | (2) | (6) | (5) | 1 | 12 | 18 |
| 자산총계 | 240 | 213 | 211 | 209 | 216 | 234 | 259 |
| 자본총계 | 186 | 168 | 151 | 146 | 147 | 159 | 177 |
| 순차입금 | (32) | (15) | (6) | 4 | 9 | 3 | (4) |
| 매출증가율 | 22.7 | 3.0 | 11.7 | 7.3 | 23.2 | 22.5 | 15.0 |
| 영업이익률 | 1.6 | 0.2 | (0.6) | (1.2) | 4.1 | 8.8 | 10.7 |
| 지배순이익률 | 2.6 | (1.3) | (3.6) | (3.3) | 0.6 | 4.6 | 6.3 |
| EPS증가율 | 1,295.2 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 877.8 | 57.5 |
| ROE | 2.0 | (1.0) | (3.5) | (3.7) | 0.8 | 7.6 | 10.9 |

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

*Fig. 1:* 양사간 시가총액 추이, 괴리율 179%




Source: Bloomberg, 다올투자증권

*Fig. 2:* 이뮤노반트/한올바이오파마 주가 추이

Source: Bloomberg, 다올투자증권

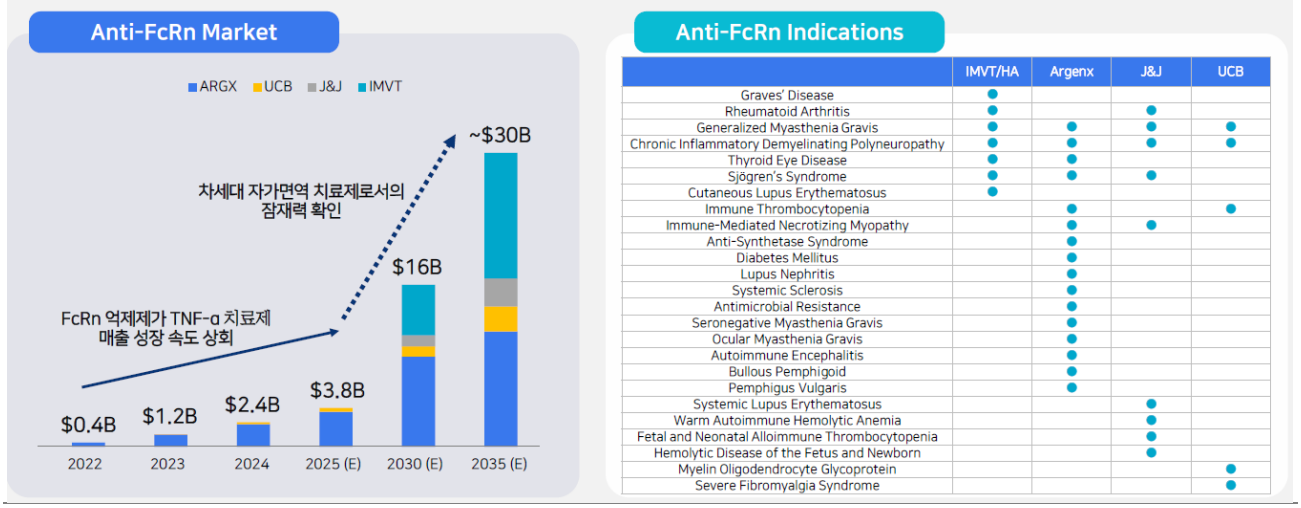
*Fig. 3:* 임상 타임라인 업데이트

★ TLR ● Remission data or Initial Results — Batoclimab — Imeroprubart

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

Source: 한올바이오파마, Immunovant, 다올투자증권

*Fig. 4:* FcRn 치료제 시장 규모 및 기업별 적응증



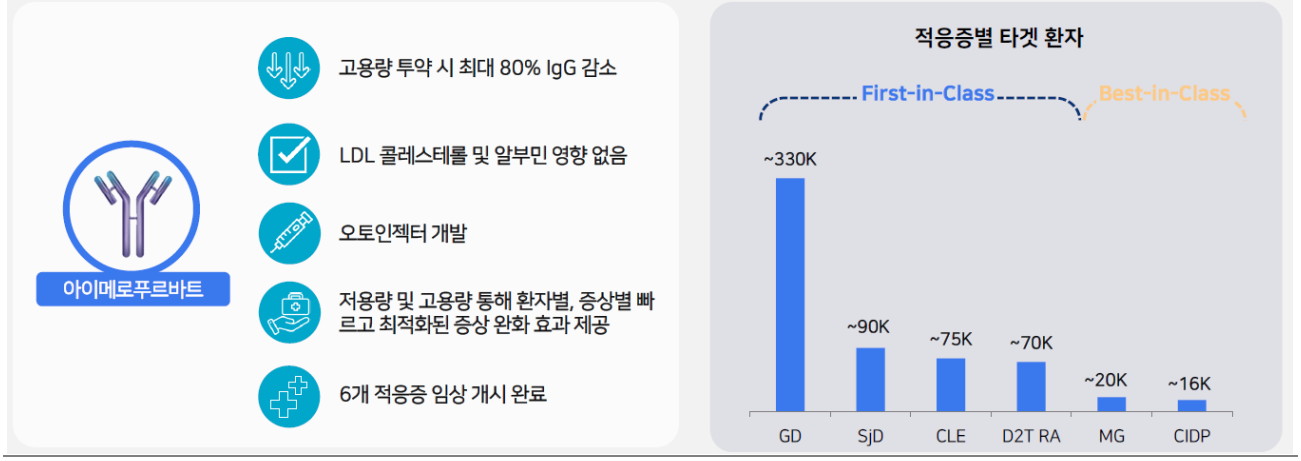

| | IMVT/HA | Argenx | J&J | UCB |
|---|---|---|---|---|
| Graves' Disease | ● | | | |
| Rheumatoid Arthritis | ● | | ● | |
| Generalized Myasthenia Gravis | ● | ● | ● | ● |
| Chronic Inflammatory Demyelinating Polyneuropathy | ● | ● | ● | ● |
| Thyroid Eye Disease | ● | ● | | |
| Sjögren's Syndrome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

Source: 한올바이오파마, 다올투자증권

*Fig. 5:* 일본 시장

Source: 한올바이오파마, 다올투자증권

*Fig. 6:* IMVT-1402 진출 적응증




Source: Immunovant, 다올투자증권

*Fig. 7:* 한올바이오파마 실적 추정

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25P | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 34.1 | 31.6 | 36.8 | 36.4 | 36.2 | 40.7 | 40.8 | 37.5 | 138.9 | 155.2 | 166.5 |
| *YoY(%)* | *18%* | *-24%* | *12%* | *15%* | *6%* | *29%* | *11%* | *3%* | *3%* | *12%* | *7%* |
| 의약품 판매 | 28.7 | 28.1 | 31.8 | 30.3 | 31.8 | 32.6 | 35.5 | 33.9 | 119.0 | 133.8 | 147.2 |
| *YoY(%)* | *19%* | *5%* | *8%* | *-3%* | *11%* | *16%* | *12%* | *12%* | *7%* | *12%* | *10%* |
| 기술료 수익 | 2.2 | 0.3 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 4.2 | 1.5 | 0.3 | 6.9 | 8.1 | 6.0 |
| *YoY(%)* | *17%* | *-97%* | *8%* | *35%* | *-3%* | *1114%* | *-32%* | *-88%* | *-56%* | *18%* | *-26%* |
| 기타(수탁, 수출 등) | 3.1 | 3.1 | 2.9 | 3.9 | 2.2 | 3.9 | 3.9 | 3.4 | 13.1 | 13.3 | 13.3 |
| *YoY(%)* | *12%* | *12%* | *83%* | *-451%* | *-29%* | *23%* | *35%* | *-15%* | *116%* | *2%* | *0%* |
| 영업이익 | 0.1 | -3.1 | 0.4 | 2.7 | -0.4 | 1.1 | 0.3 | -2.0 | 0.2 | -0.9 | -1.9 |
| *YoY(%)* | *-107%* | *-138%* | *372%* | *-164%* | *-433%* | *-137%* | *-19%* | *-174%* | *-90%* | *-498%* | *111%* |
| OPM | 0.3% | -9.7% | 1.2% | 7.5% | -1.1% | 2.8% | 0.9% | -5.4% | 0.2% | -0.6% | -1.2% |
| 연구개발비 | 5.3 | 6.4 | 5.9 | 2.4 | 5.1 | 5.9 | 4.8 | 3.6 | 20.0 | 19.3 | 19.4 |
| *YoY(%)* | *-11%* | *-18%* | *30%* | *-58%* | *-4%* | *-7%* | *-20%* | *49%* | *-17%* | *-3%* | *0%* |
| 지급수수료 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.6 | 1.0 | 3.5 | 4.6 | 5.0 |
| *YoY(%)* | *13%* | *18%* | *-16%* | *14%* | *7%* | *22%* | *85%* | *10%* | *5%* | *30%* | *8%* |
| 지배주주 NP | -0.3 | -3.3 | 0.2 | 1.6 | -0.2 | 0.6 | 0.3 | -6.2 | -1.8 | -5.6 | -5.5 |
| *YoY(%)* | *-74%* | *-145%* | *-30%* | *-157%* | *-36%* | *-118%* | *35%* | *-486%* | *-151%* | *208%* | *-1%* |
| NPM | -0.9% | -10.5% | 0.6% | 4.4% | -0.6% | 1.5% | 0.7% | -16.6% | -1.3% | -3.6% | -3.3% |

Source: 다올투자증권

*Fig. 8:* 한올바이오파마 SOTP Valuation

| | | |
|---|---|---|
| 영업가치 (십억원) ① | 7.3 | 2026E EBITDA * 적정EV/EBITDA - 순차입금 |
| HL036 신약가치 (십억원) ⓓ | 91.6 | |
| 일본 바토클리맙 신약가치 (십억원) ⓔ | 500.0 | |
| IMVT-1402 신약가치 (십억원) ⓔ | 2,650.9 | |
| 파이프라인 가치 (십억원) ② = ⓓ+ⓔ+ⓕ | 3,242.5 | |
| 적정 기업가치 (십억원) ①+② | 3,249.8 | |
| 보통주 발행주식수 (천주) | 50,780 | 자사주 제외 |
| 적정주가 (원) | 64,000 | |

Source: 다올투자증권

*Fig. 9:* IMVT-1402 가치 산정(Base Scenario)

1. Target market: 미국/유럽 유병률에 따른 TAM 가정(CAGR +2%)
2. 첫 품목 허가는 2028년 RA 적응증 품목 허가
3. 1년 처방 약가는 $150,000
4. Immunovant 판매 및 한올바이오파마 로열티 수취
   ① GD/RA/CLE는 First-in-class
   ② MG/CIDP/SjD는 Best-in-class
   ③ TED는 드랍 가정, GD에 포함
5. NPV 할인율은 10%, CLE는 PoC로 성공확률 28%, 5개 적응증은 55% 적용
6. IMVT-1402 특허만료는 2043E

| IMVT-1402 매출(백만달러) | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2035E | 2040E | 2045E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| RA | First-in-class | | | | | | 139 | 426 | 580 | 1,440 | 2,473 | 1,161 |
| GD | First-in-class | | | | | | | 122 | 1,242 | 4,526 | 8,026 | 3,628 |
| MG | Best-in-class | | | | | | | 90 | 180 | 540 | 705 | 263 |
| CIDP | Best-in-class | | | | | | | | 75 | 525 | 780 | 320 |
| SjD | Best-in-class | | | | | | | | 120 | 570 | 1,200 | 578 |
| CLE | First-in-class | | | | | | | | | 905 | 1,831 | 866 |
| Immunovant 매출액(백만달러) | | | | | | | 139 | 638 | 2,197 | 8,506 | 15,016 | 6,815 |
| 한올바이오파마 로열티(10%) 가정(백만달러) | | | | | | | 14 | 64 | 220 | 851 | 1,502 | 681 |
| 원/달러 환율(원) | | 1,307 | 1,364 | 1,422 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 |
| 한올바이오파마 로열티(십억원) | | | | | | | 18.8 | 86.1 | 296.6 | 1,148.3 | 2,027.1 | 920.0 |
| 마일스톤 유입(십억원) | | | | | | 30.0 | 60.0 | 120.0 | 150.0 | | | |
| Milestone&로열티(십억원) | | | | | | 30.0 | 78.8 | 206.1 | 446.6 | 1,148.3 | 2,027.1 | 920.0 |
| Tax rate | | | | | | | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% |
| NOPLAT | | | | | | | 59.9 | 156.7 | 339.4 | 872.7 | 1,540.6 | 699.2 |
| PV Factor | | | | | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| NPV of FCF | | | | | | | 49.5 | 117.7 | 231.8 | 370.1 | 405.7 | 114.3 |

| | |
|---|---|
| NPV of FCF (WACC: 10.0%) | 5,564 |
| 성공확률 적용 | 5번 참고 |
| WACC | 10.0% |
| IMVT-1402 신약 가치(십억원) | 2,651 |

Source: 다올투자증권

*Fig. 10:* 한올바이오파마 SOTP Valuation(RA/GD 피보탈 임상 성공 시)

| | | |
|---|---|---|
| 영업가치 (십억원) ① | 7.3 | 2026E EBITDA * 적정EV/EBITDA - 순차입금 |
| HL036 신약가치 (십억원) ⓓ | 91.6 | |
| 일본 바토클리맙 신약가치 (십억원) ⓔ | 500.0 | |
| IMVT-1402 신약가치 (십억원) ⓔ | 3,689.6 | |
| 파이프라인 가치 (십억원) ② = ⓓ+ⓔ+ⓕ | 4,281.2 | |
| 적정 기업가치 (십억원) ①+② | 4,288.5 | |
| 보통주 발행주식수 (천주) | 50,780 | 자사주 제외 |
| 적정주가 (원) | 84,000 | |

Source: 다올투자증권

*Fig. 11:* IMVT-1402 가치 산정(RA/GD 피보탈 임상 성공 시)

1. Target market: 미국/유럽 유병률에 따른 TAM 가정(CAGR +2%)
2. 첫 품목 허가는 2028년 RA 적응증 품목 허가
3. 1년 처방 약가는 $150,000
4. Immunovant 판매 및 한올바이오파마 로열티 수취
   ① GD/RA/CLE는 First-in-class
   ② MG/CIDP/SjD는 Best-in-class
   ③ TED는 드랍 가정, GD에 포함
5. NPV 할인율은 10%, CLE는 PoC로 성공확률 28%, GD/RA 80%, 3개 적응증은 55% 적용
6. IMVT-1402 특허만료는 2043E

| IMVT-1402 매출(백만달러) | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2035E | 2040E | 2045E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| RA | First-in-class | | | | | | 139 | 426 | 580 | 1,440 | 2,473 | 1,161 |
| GD | First-in-class | | | | | | | 122 | 1,242 | 4,526 | 8,026 | 3,628 |
| MG | Best-in-class | | | | | | | 90 | 180 | 540 | 705 | 263 |
| CIDP | Best-in-class | | | | | | | | 75 | 525 | 780 | 320 |
| SjD | Best-in-class | | | | | | | | 120 | 570 | 1,200 | 578 |
| CLE | First-in-class | | | | | | | | | 905 | 1,831 | 866 |
| Immunovant 매출액(백만달러) | | | | | | | 139 | 638 | 2,197 | 8,506 | 15,016 | 6,815 |
| 한올바이오파마 로열티(10%) 가정(백만달러) | | | | | | | 14 | 64 | 220 | 851 | 1,502 | 681 |
| 원/달러 환율(원) | | 1,307 | 1,364 | 1,422 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 |
| 한올바이오파마 로열티(십억원) | | | | | | | 18.8 | 86.1 | 296.6 | 1,148.3 | 2,027.1 | 920.0 |
| 마일스톤 유입(십억원) | | | | | | 30.0 | 60.0 | 120.0 | 150.0 | | | |
| Milestone&로열티(십억원) | | | | | | 30.0 | 78.8 | 206.1 | 446.6 | 1,148.3 | 2,027.1 | 920.0 |
| Tax rate | | | | | | | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% |
| NOPLAT | | | | | | | 59.9 | 156.7 | 339.4 | 872.7 | 1,540.6 | 699.2 |
| PV Factor | | | | | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.4 | 0.3 | 0.2 |
| NPV of FCF | | | | | | | 49.5 | 117.7 | 231.8 | 370.1 | 405.7 | 114.3 |

| | |
|---|---|
| NPV of FCF (WACC: 10.0%) | 5,564 |
| 성공확률 적용 | 5번 참고 |
| WACC | 10.0% |
| IMVT-1402 신약 가치(십억원) | 3,690 |

Source: 다올투자증권

# 한올바이오파마 재무제표 (K-IFRS 연결)

## 대차대조표

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 113.6 | 85.4 | 83.8 | 76.2 | 77.6 |
| 현금성자산 | 33.7 | 16.4 | 26.9 | 17.7 | 12.3 |
| 매출채권 | 22.5 | 20.1 | 17.1 | 18.5 | 19.9 |
| 재고자산 | 32.4 | 37.7 | 36.2 | 36.9 | 42.6 |
| 비유동자산 | 126.2 | 127.5 | 127.7 | 132.7 | 138.3 |
| 투자자산 | 75.5 | 58.7 | 49.1 | 51.1 | 53.2 |
| 유형자산 | 18.1 | 17.0 | 16.1 | 15.4 | 15.2 |
| 무형자산 | 32.6 | 51.8 | 62.5 | 66.2 | 69.9 |
| 자산총계 | 239.7 | 212.9 | 211.5 | 208.9 | 215.9 |
| 유동부채 | 37.7 | 34.7 | 33.4 | 36.1 | 41.7 |
| 매입채무 | 24.6 | 22.6 | 21.2 | 23.7 | 29.2 |
| 유동성이자부채 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 비유동부채 | 15.9 | 9.8 | 26.7 | 26.9 | 27.2 |
| 비유동이자부채 | 0.6 | 0.7 | 20.6 | 20.6 | 20.6 |
| 부채총계 | 53.5 | 44.5 | 60.1 | 63.0 | 68.8 |
| 자본금 | 26.1 | 26.1 | 26.1 | 26.1 | 26.1 |
| 자본잉여금 | 115.0 | 116.8 | 119.3 | 119.3 | 119.3 |
| 이익잉여금 | 31.4 | 26.5 | 20.9 | 15.5 | 16.6 |
| 자본조정 | 13.7 | (1.0) | (14.9) | (14.9) | (14.9) |
| 자기주식 | (13.2) | (12.6) | (14.7) | (14.7) | (14.7) |
| 자본총계 | 186.2 | 168.4 | 151.4 | 145.9 | 147.1 |
| 투하자본 | 94.2 | 109.3 | 111.3 | 113.7 | 118.7 |
| 순차입금 | (32.4) | (14.9) | (5.6) | 3.7 | 9.0 |
| ROA | 1.5 | (0.8) | (2.6) | (2.6) | 0.6 |
| ROE | 2.0 | (1.0) | (3.5) | (3.7) | 0.8 |
| ROIC | 1.6 | 0.2 | (0.6) | (1.2) | 5.5 |

## 손익계산서

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 134.9 | 138.9 | 155.2 | 166.5 | 205.1 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 22.7 | 3.0 | 11.7 | 7.3 | 23.2 |
| 영업이익 | 2.2 | 0.2 | (0.9) | (1.9) | 8.4 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 46.9 | (89.6) | 적전 | 적지 | 흑전 |
| EBITDA | 5.5 | 3.4 | 2.5 | 1.0 | 11.3 |
| 영업외손익 | 1.0 | (0.4) | (5.3) | (5.3) | (6.8) |
| 순이자수익 | 1.2 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 외화관련손익 | 0.3 | (0.4) | 0.0 | (0.1) | (0.1) |
| 지분법손익 | (0.1) | (0.1) | (0.1) | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업손익 | 3.2 | (0.2) | (6.2) | (7.2) | 1.6 |
| 당기순이익 | 3.5 | (1.8) | (5.6) | (5.5) | 1.2 |
| 지배기업당기순이익 | 3.5 | (1.8) | (5.6) | (5.5) | 1.2 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 1,295.2 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| NOPLAT | 1.6 | 0.2 | (0.7) | (1.4) | 6.3 |
| (+) Dep | 3.2 | 3.1 | 3.4 | 3.0 | 2.9 |
| (-) 운전자본투자 | (14.1) | (7.9) | (10.8) | (1.0) | 1.1 |
| (-) Capex | 2.4 | 1.6 | 1.1 | 2.0 | 2.5 |
| OpFCF | 16.5 | 9.6 | 12.5 | 0.6 | 5.7 |
| 3 Yr CAGR & Margins | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 15.0 | 11.0 | 12.2 | 7.3 | 13.9 |
| 영업이익증가율(3Yr) | (28.0) | (71.6) | n/a | n/a | 231.1 |
| EBITDA증가율(3Yr) | (14.8) | (36.1) | (18.0) | (42.6) | 49.9 |
| 순이익증가율(3Yr) | (43.8) | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 영업이익률(%) | 1.6 | 0.2 | (0.6) | (1.2) | 4.1 |
| EBITDA마진(%) | 4.0 | 2.4 | 1.6 | 0.6 | 5.5 |
| 순이익률(%) | 2.6 | (1.3) | (3.6) | (3.3) | 0.6 |

## 현금흐름표

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업현금 | 29.6 | 9.4 | 7.3 | (1.3) | 3.2 |
| 당기순이익 | 3.5 | (1.8) | (5.6) | (5.5) | 1.2 |
| 자산상각비 | 3.2 | 3.1 | 3.4 | 3.0 | 2.9 |
| 운전자본증감 | 20.2 | 3.5 | 5.5 | 1.0 | (1.1) |
| 매출채권감소(증가) | 8.2 | 2.4 | 3.5 | (1.4) | (1.4) |
| 재고자산감소(증가) | (8.3) | (5.7) | 0.4 | (0.7) | (5.7) |
| 매입채무증가(감소) | 5.5 | (0.1) | (2.0) | 2.6 | 5.5 |
| 투자현금 | (11.9) | (27.5) | (15.6) | (8.0) | (8.5) |
| 단기투자자산감소 | (1.7) | (3.1) | (2.1) | 0.0 | 0.0 |
| 장기투자증권감소 | (1.0) | (1.0) | (1.3) | (1.4) | (1.5) |
| 설비투자 | (2.4) | (1.6) | (1.1) | (2.0) | (2.5) |
| 유무형자산감소 | (6.8) | (21.4) | (10.6) | (4.0) | (4.0) |
| 재무현금 | (0.8) | 0.8 | 18.9 | 0.0 | 0.0 |
| 차입금증가 | (0.8) | (0.9) | 19.2 | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가 | 0.0 | 1.7 | (0.4) | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금 증감 | 16.9 | (17.3) | 10.5 | (9.3) | (5.3) |
| 총현금흐름(Gross CF) | 9.6 | 6.2 | 1.3 | (2.3) | 4.3 |
| (-) 운전자본증가(감소) | (14.1) | (7.9) | (10.8) | (1.0) | 1.1 |
| (-) 설비투자 | 2.4 | 1.6 | 1.1 | 2.0 | 2.5 |
| (+) 자산매각 | (6.8) | (21.4) | (10.6) | (4.0) | (4.0) |
| Free Cash Flow | 17.9 | (17.8) | (8.8) | (9.3) | (5.3) |
| (-) 기타투자 | 1.0 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 잉여현금 | 16.9 | (18.8) | (10.1) | (10.7) | (6.8) |

## 주요투자지표

| (원, 배) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| Per share Data | | | | | |
| EPS | 67 | (35) | (106) | (105) | 23 |
| BPS | 2,940 | 2,231 | 1,702 | 1,526 | 1,477 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Multiples(x,%) | | | | | |
| PER | 659.6 | n/a | n/a | n/a | 2,259.7 |
| PBR | 15.1 | 17.3 | 30.3 | 33.8 | 34.9 |
| EV/ EBITDA | 418.0 | 598.1 | 1,068.9 | 2,614.3 | 239.3 |
| 배당수익율 | 0.0 | 0.0 | n/a | n/a | n/a |
| PCR | 240.3 | 326.4 | 1,993.1 | n/a | 618.8 |
| PSR | 17.2 | 14.5 | 17.3 | 16.2 | 13.1 |
| 재무건전성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 28.7 | 26.5 | 39.7 | 43.2 | 46.8 |
| Net debt/Equity | n/a | n/a | n/a | 2.5 | 6.1 |
| Net debt/EBITDA | n/a | n/a | n/a | 357.3 | 79.8 |
| 유동비율 | 301.7 | 245.8 | 251.1 | 211.3 | 186.3 |
| 이자보상배율 | n/a | n/a | 3.9 | 7.4 | n/a |
| 이자비용/매출액 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 자산구조 | | | | | |
| 투하자본(%) | 46.3 | 59.3 | 59.4 | 62.3 | 64.4 |
| 현금+투자자산(%) | 53.7 | 40.7 | 40.6 | 37.7 | 35.6 |
| 자본구조 | | | | | |
| 차입금(%) | 0.7 | 0.9 | 12.4 | 12.8 | 12.7 |
| 자기자본(%) | 99.3 | 99.1 | 87.6 | 87.2 | 87.3 |

자료: 다올투자증권

## Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 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 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -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 예상 경우

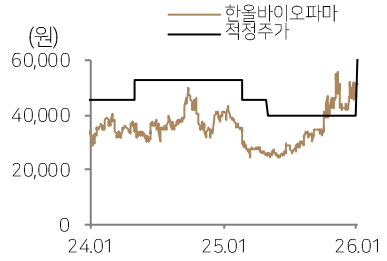
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

## 투자등급 비율

| BUY : 88.7% | HOLD : 11.3% | SELL : 0.0% |
|---|---|---|

## 최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한올바이오파마 (009420)




| 일자 | 2022.11.28 | 2023.05.25 | 2023.09.27 | 2024.05.29 | 2025.03.20 | 2025.05.27 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY |
| 적정주가 | 21,000원 | 31,000원 | 46,000원 | 53,000원 | 46,000원 | 40,000원 |
| 일자 | 2026.01.28 | | | | | |
| 투자의견 | BUY | | | | | |
| 적정주가 | 64,000원 | | | | | |

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

| 일자 | 적정주가 | 평균주가 | 최고가 | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|---|---|---|---|---|---|
| 2022.11.28 | 21,000원 | 18,015원 | 23,450원 | -14.2 | 11.7 |
| 2023.05.25 | 31,000원 | 22,763원 | 28,300원 | -26.6 | -8.7 |
| 2023.09.27 | 46,000원 | 35,355원 | 44,300원 | -23.1 | -3.7 |
| 2024.05.29 | 53,000원 | 37,454원 | 49,800원 | -29.3 | -6.0 |
| 2025.03.20 | 46,000원 | 27,219원 | 30,150원 | -40.8 | -34.5 |
| 2025.05.27 | 40,000원 | 35,430원 | 56,000원 | -11.4 | 40.0 |
| 2026.01.28 | 64,000원 | - | - | - | - |

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 01월 27일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

**본사 |** 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

**본사영업점 |** 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.