

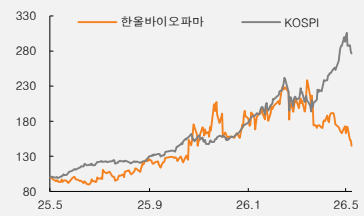
투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	71,000원
현재주가(26/5/20)	39,200원
상승여력	81.1%

영업이익(26F,십억원)	2
Consensus 영업이익(26F,십억원)	6

EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	236.0
P/E(26F,x)	1,575.2
MKT P/E(26F,x)	7.9
KOSPI	7,208.95

시가총액(십억원)	2,048
발행주식수(백만주)	52
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	5.3
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	24,250
52주 최고가(원)	64,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.8	-13.8	53.4
상대주가	-33.4	-52.1	-44.6



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

한올바이오파마

Best in class 전략 유효

아이메로프루바트: 일정도 결과도 서프라이즈

치료가 매우 어렵고 불응성이 강한 자가 항체 양성(ACPA 양성) 류마티스 관절염(D2T RA) 환자를 대상으로 한 아이메로프루바트(IMVT-1402)의 임상 초기 결과가 발표되었다. 임상은 16주간 고용량(600mg) 아이메로프루바트를 1주 1회 투여하는 1차 공개 라벨 기간과 12주간의 2차 무작위 배정 기간으로 구성되어 있다. 주평가 지표는 28주차 ACR20 반응률이며, 환자 수는 총 165명이다.

Period1(16주차, 오픈라벨) 결과, 환자의 72.7%가 ACR20 반응을 보였으며, 54.5% ACR50, 35.8% ACR70이라는 임상적 반응을 달성했다. TNF, JAK, IL-6 억제제 등 기존 진행성 치료법에 2가지 이상 실패한 환자들이 대상에서도 72%(ACR20)의 의미있는 반응률이 확인되었다. 환자 개별 분석 결과와 FDA 피드백을 바탕으로 하반기 상세 데이터를 공유하고 향후 개발 계획을 수립할 예정이다.

새로운 약물 관련 이상 징후는 발견되지 않았으며, 안전하고 내약성이 우수했다. 데이터 모니터링 위원회 관찰 결과, 수백 명의 환자에서 알부민이나 LDL 수치에 어떠한 영향도 주지 않은 것으로 확인되었다.

목표주가 7.1만원, 투자의견 매수 유지

한올바이오파마의 목표주가 7.1만원, 투자의견 매수를 유지한다. 아이메로프루바트의 임상 진행이 가속화되며 난치성 류마티스 관절염, 루푸스 적응증에 대한 아이메로프루바트의 가치가 높아질 것으로 판단된다.

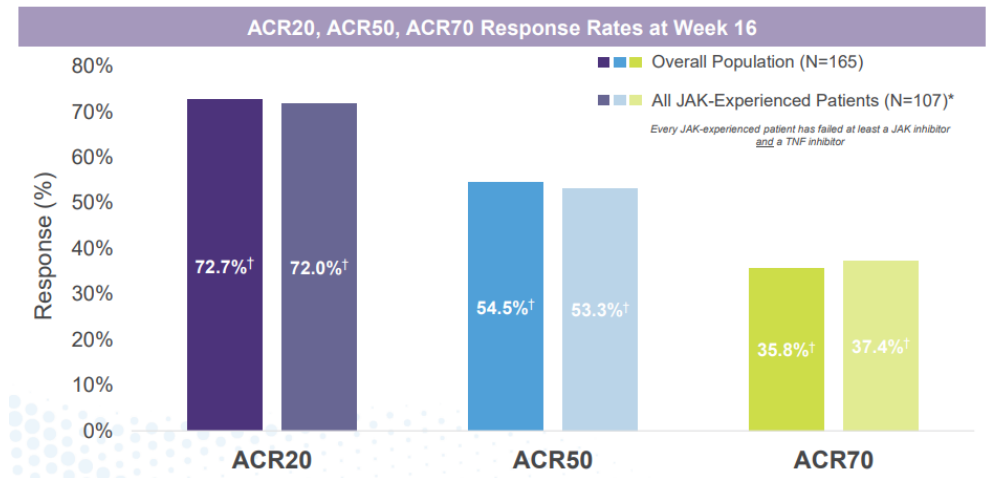
4월 바토클리밍의 갑상선 안병증 임상 3상 결과 발표에서는 주평가지표를 충족하지 못하며 주가가 하락했다. 하지만 아이메로프루바트의 긍정적인 결과를 시작으로 다른 적응증에 대한 임상 결과에 대한 기대감은 높아질 것으로 판단된다.

이번 결과는 아이메로프루바트의 개별 적응증에서의 첫 데이터 발표라는 점, 경쟁약물 대비 월등한 효과가 확인된 적응증으로 Best in class 포지션이 가능할 것이라는 점이 긍정적이다. 2H26 아이메로프루바트의 28주차 D2T RA 톱라인 및 CLE(루푸스 일종) 환자를 대상으로 한 개념증명 임상시험의 톱라인 결과가 발표될 예정이다. 2027년에는 그레이브스병, 중증 근무력증 환자를 대상으로 한 IMVT-1402의 톱라인 데이터 발표도 예정되어 임상 모멘텀은 풍부하다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	139	155	171	190	198
영업이익 (십억원)	0	-1	2	2	5
영업이익률 (%)	0.0	-0.6	1.2	1.1	2.5
순이익 (십억원)	-2	-6	1	1	4
EPS (원)	-35	-106	25	24	78
ROE (%)	-1.0	-3.4	0.8	0.7	2.4
P/E (배)	-	-	1,575.2	1,653.2	502.8
P/B (배)	11.2	13.0	11.2	11.1	10.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한올바이오파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. D2T RA 환자를 대상으로 한 아이메로프루바트 임상 초기 결과



자료: 이뮤노반트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 이뮤노반트의 적응증별 전략

	Graves' Disease	Difficult-to-Treat Rheumatoid Arthritis	Cutaneous Lupus Erythematosus	Sjögren's Disease	Myasthenia Gravis	Chronic Inflammatory Demyelinating Polyneuropathy
Expected US Addressable Population ¹	~330K	~70K	~75K	~90K	~20-35K	~16-58K
Autoantibody Driven Pathology	Driven by autoantibodies to the thyroid-stimulating hormone receptor (TSHR-Ab)	Autoantibodies such as RF and ACPA are present in ~75% of RA patients	IgG autoantibodies (Ro/SSA, La/SSB) observed in majority of CLE patients	Autoantibodies detected in ~50-70% of patients with primary SjD	Driven by AChR autoantibodies disrupting signal transmission in nerve and muscle fibers	Driven by autoantibodies that demyelinate peripheral nerves and nerve roots
In-Class Data	Batoclimab data showed deeper IgG reduction correlated with improved clinical response	Response rate higher for patients with high baseline ACPA & deep IgG reduction	Proof of principle IMVT-1402 case study showed meaningful clinical response	Response rate higher for patients with deeper IgG reduction ²	Batoclimab data showed deeper IgG reduction correlated with improved clinical response	Batoclimab data showed deeper IgG reduction correlated with improved clinical response
Stage of Development	Two Potentially Registrational Trials Enrolling	Potentially Registrational Trial Fully Enrolled	Proof of Concept Enrolling	Potentially Registrational Trial Enrolling	Potentially Registrational Trial Enrolling	Potentially Registrational Trial Enrolling
Potential Best-in-Class	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Potential First-in-Class ³	✓	✓	✓	✓	✓	✓

자료: 이뮤노반트, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 임상 결과 발표 일정

적응증	연구단계	데이터 촉매	2H26	2027	2028
ACPA+ D2T RA	잠재적 허가임상	추가 업데이트	■		
CLE	POC	Top Line 결과	■		
GD	잠재적 허가임상	Top Line 결과		■	
MG	잠재적 허가임상	Top Line 결과		■	
SjD	잠재적 허가임상	Top Line 결과			■
CIDP	잠재적 허가임상	Top Line 결과			■

자료: 이뮤노반트, 미래에셋증권 리서치센터

한올바이오파마 (009420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	155	171	190	198
매출원가	74	82	91	93
매출총이익	81	89	99	105
판매비와관리비	82	87	97	100
조정영업이익	-1	2	2	5
영업이익	-1	2	2	5
비영업손익	-5	0	0	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-6	2	2	5
계속사업법인세비용	-1	0	0	1
계속사업이익	-6	1	1	4
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-6	1	1	4
지배주주	-6	1	1	4
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-6	1	1	4
지배주주	-6	1	1	4
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	3	5	4	7
FCF	-3	0	0	5
EBITDA 마진율 (%)	1.9	2.9	2.1	3.5
영업이익률 (%)	-0.6	1.2	1.1	2.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.9	0.6	0.5	2.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	85	109	116	124
현금 및 현금성자산	25	40	40	44
매출채권 및 기타채권	19	22	25	25
재고자산	38	44	49	51
기타유동자산	3	3	2	4
비유동자산	140	138	136	134
관계기업투자등	5	6	7	7
유형자산	16	13	11	9
무형자산	65	64	64	63
자산총계	225	247	252	258
유동부채	44	59	62	64
매입채무 및 기타채무	16	18	20	21
단기금융부채	16	26	26	27
기타유동부채	12	15	16	16
비유동부채	19	20	20	20
장기금융부채	16	16	16	16
기타비유동부채	3	4	4	4
부채총계	64	78	82	84
지배주주지분	162	168	170	174
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	120	120	120	120
이익잉여금	21	22	24	28
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	162	168	170	174

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-2	0	0	5
당기순이익	-6	1	1	4
비현금수익비용가감	12	4	3	3
유형자산감가상각비	3	3	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	9	1	1	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-9	-4	-4	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-3	-2	-1
재고자산 감소(증가)	-2	-6	-5	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	1	1	0
법인세납부	0	0	0	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-19	0	0	0
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-13	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-5	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	30	10	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	30	10	0	0
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-4	0	0	0
현금의 증가	8	15	0	5
기초현금	16	25	40	40
기말현금	25	40	40	44

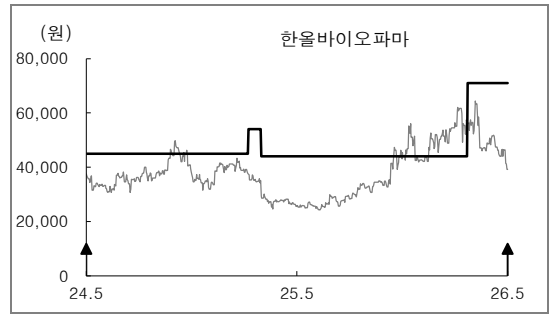
자료: 한올바이오파마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	1,575.2	1,653.2	502.8
P/CF (x)	339.3	402.5	457.5	278.4
P/B (x)	13.0	11.2	11.1	10.9
EV/EBITDA (x)	866.7	403.0	458.1	278.1
EPS (원)	-106	25	24	78
CFPS (원)	129	97	86	141
BPS (원)	3,376	3,505	3,529	3,607
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	11.7	10.0	11.0	4.4
EBITDA증가율 (%)	-21.1	92.3	-12.0	64.4
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	-4.1	180.6
EPS증가율 (%)	적지	흑전	-4.7	228.8
매출채권 회전율 (회)	9.6	9.4	9.3	9.0
재고자산 회전율 (회)	4.1	4.2	4.1	4.0
매입채무 회전율 (회)	9.4	14.8	14.6	13.9
ROA (%)	-2.5	0.6	0.5	1.6
ROE (%)	-3.4	0.8	0.7	2.4
ROIC (%)	-0.8	1.3	1.2	3.5
부채비율 (%)	39.3	46.5	48.5	48.4
유동비율 (%)	191.0	185.3	186.4	193.9
순차입금/자기자본 (%)	4.4	1.3	1.4	-1.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-6.4	2.4	2.3	6.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한올바이오파마 (009420)				
2026.03.13	매수	71,000	-	-
2025.03.20	매수	44,000	-17.55	40.91
2025.02.26	매수	54,000	-34.25	-31.11
2024.11.23	1년 경과 이후	45,000	-16.01	-3.78
2023.11.23	매수	45,000	-18.64	10.67



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.