

한올바이오파마 (009420)

Analyst 김현석 heunseok0419@hmsec.com

미국 파트너사 대비, 경쟁사 대비 저평가 지속

BUY

TP 93,000원

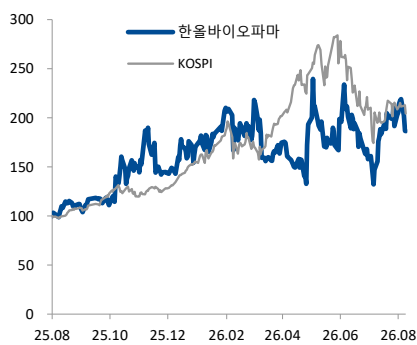
현재주가 (9/2)	55,000원
상승여력	69.1%
시가총액	2,873십억원
발행주식수	52,241천주
자본금/액면가	26십억원/500원
52주 최고가/최저가	70,700원/30,350원
일평균 거래대금 (60일)	25십억원
외국인 지분율	3.52%
주요주주 지분율	
대용제약외3인	31.28%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	26.7	-3.0	-10.9
상대주가(%p)	27.4	30.1	-15.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	TP
Before	-29	461	93,000
After	-369	499	93,000
Consensus	-93	41	83,000
Cons. 차이	296.8%	1117.1%	12.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	139	0	-2	3	-35	적전	NA	12.0	595.4	-1.0	0.0
2025	155	-1	-6	3	-106	적지	NA	14.1	866.5	-3.4	0.0
2026F	170	6	-19	9	-369	적지	NA	17.8	362.2	-11.9	0.0
2027F	222	34	26	37	499	흑전	110.4	15.4	92.3	15.0	0.0
2028F	238	135	106	137	2,029	306.6	27.2	9.8	23.9	44.1	0.0

* K-IFRS 연결 기준

미국 파트너사 이뮤노반트 대비 저평가 지속

- 미국 파트너사 이뮤노반트는 난치성 류마티스 관절염(D2T RA) Period 1 결과 발표 이후 52주 신고가 경신하며 시가총액 12조원 수준까지 상승. 반면 한올바이오파마의 시가총액은 3조원에 미치지 못하는 상황으로 **이뮤노반트 시가총액 대비 한올바이오파마의 시가총액 비중은 최근 3년 내 최저 수준**
- 이뮤노반트가 IMVT-1402 판매로 얻을 수 있는 예상 영업이익률과 한올바이오파마에게 지급하는 판매로열티 고려 시 한올바이오파마의 시가총액은 이뮤노반트 시가총액의 50% 수준을 적정 가치로 판단. **이를 감안했을 때 현재 25% 수준에서는 이뮤노반트와의 시가총액 괴리 정상화만으로도 상승여력을 매우 크게 볼 수 있는 상황**

하반기부터 2027년 중순까지 이어지는 임상 결과 발표

- 하반기 D2T RA 최종결과 발표 예정. 임상 디자인 고려 시 10월 초 정도에는 데이터를 확보할 수 있을 것으로 판단. 다만 임상 데이터 및 추가임상 진행에 대한 FDA와의 논의 결과를 같이 공개한다고 발표한 것을 감안했을 때 11월 이후일 가능성이 높다고 판단. 이번 발표에서 **면역복합체 및 ACPA 항체 감소율 등 세부 데이터 공개가 된다면 IMVT-1402의 FcRn 억제제 계열 내 Best-in-class 증명될 것**으로 판단
- 다만, Period 1에서 ACR50, ACR70을 달성한 환자들의 비중이 매우 높았기 때문에 이들이 Period 2에서 위약군 배정 시 관찰 기간동안 증상이 충분히 나빠지지 않을 가능성 존재. 이로 인해 Period 2에서 p값을 확보하지 못할 가능성을 배제할 수 없는 상황. 또한 이번 임상에서의 p값 확보와 무관하게 자가면역질환에서 2개의 pivotal 임상 데이터를 요구하는 FDA 기준을 감안했을 때 추가적인 임상이 필요할 가능성 역시 존재
- 피루헨반성루푸스 개념입증 임상 결과도 하반기 발표 예정. 초기 투여 환자 긍정적인 시그널 및 연관질환에서의 FcRn 억제제 기전 확립을 감안했을 때 긍정적인 결과 예상되나, 경쟁 약물과의 비교 측면에서의 불확실성 존재. 다만 IMVT-1402의 핵심적응증은 GD와 D2T RA로 핵심가치 훼손 제한적

데이터 확보한 질환의 시장규모 감안 시 경쟁사 대비 여전히 저평가 판단

- 투자자의견 BUY, 목표주가 93,000원 및 업종 최선호주 유지
- 경쟁사 아제넥스의 비브가르트는 MG와 CIDP를 이외의 적응증 확장에 지속 실패하였으나, 최근 면역매개근염(IMNM) 임상 3상에서 성공하며 시가총액 90조원 돌파. **미국 파트너사 이뮤노반트는 D2T RA 임상 성공 이후 52주 신고가 경신하며 12조원 수준까지 상승했으나 데이터가 확보된 적응증에서의 시장규모 비교 시 여전히 저평가 상태로 판단**

한올바이오파마 밸류에이션

〈표1〉 한올바이오파마 Valuation Table

(십억원, 배, 주, 원)

구분	내용	비고
영업가치	52.6	
2026F EBITDA	8.8	
Target EV/EBITDA	6	중소형 제약사 Peer EV/EBITDA
비영업가치	4,845	
IMVT-1402	4,845	
적정기업가치	4,898	
순차입금	13.9	2Q26 기준
자본가치	4,884	
발행주식수	52,240,638	
적정주가	93,491	
목표주가	93,000	
현재주가	55,000	
상승여력	69.1%	

자료: 현대차증권

〈표2〉 한올바이오파마 IMVT-1402 파이프라인 가치산정

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2035F	2040F	2045F
IMVT-1402 매출액 (백만달러)	0	348	894	2,931	5,387	16,062	16,378	4,973
한올바이오파마 로열티 (십억원)	0	24	60	328	660	2,510	2,574	604
한올바이오파마 마일스톤 (십억원)	34	108	95	135	203	0	0	0
로열티 + 마일스톤 (십억원)	34	132	155	463	862	2,510	2,574	604
NOPLAT (법인세율 22% 가정)	26	103	121	361	673	1,958	2,008	471
Time Factor (할인율 10%)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3	0.2
PV(십억원)	24	85	91	247	418	830	529	77
Sum of PV(십억원)	8,438							
성공확률	57.4%							
IMVT-1402 가치 (십억원)	4,845							

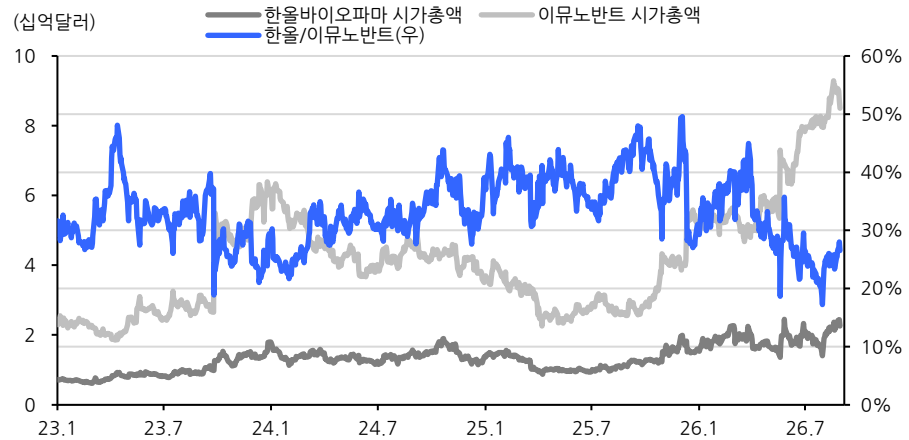
자료: 현대차증권

〈표3〉 한올바이오파마 IMVT-1402 파이프라인 가치산정(2)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2035F	2040F	2045F
환자수(명)									
그레이브즈병 (GD)	335,074	336,699	338,308	339,888	341,424	342,934	347,330	354,151	361,290
난치성 류마티스 관절염 (D2T RA)	71,797	72,145	72,490	72,828	73,157	73,481	74,423	75,884	77,414
중증근무력증 (MG)	20,768	20,868	20,968	21,066	21,161	21,255	21,527	21,950	22,392
만성염증성다발성신경병증 (CIDP)	12,565	12,626	12,687	12,746	12,803	12,860	13,025	13,281	13,548
쇼그렌증후군 (SjD)	87,957	88,384	88,806	89,221	89,624	90,020	91,174	92,965	94,839
피부홍반성루푸스 (CLE)	76,788	77,160	77,529	77,891	78,243	78,589	79,596	81,159	82,796
침투율									
그레이브즈병 (GD)	0.0%	0.5%	1.0%	3.0%	5.0%	7.0%	15.0%	15.0%	
난치성 류마티스 관절염 (D2T RA)	0.0%	0.0%	1.0%	3.0%	5.0%	7.0%	15.0%	15.0%	
중증근무력증 (MG)	0.0%	0.0%	1.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
만성염증성다발성신경병증 (CIDP)	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
쇼그렌증후군 (SjD)	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	3.0%	5.0%	7.0%	7.0%	
피부홍반성루푸스 (CLE)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	3.0%	7.0%	7.0%	
매출액(백만달러)									
그레이브즈병 (GD)	0	303	609	1,835	3,073	4,321	9,378	9,562	2,903
난치성 류마티스 관절염 (D2T RA)	0	0	130	393	658	926	2,009	2,049	622
중증근무력증 (MG)	0	0	38	114	190	191	194	198	60
만성염증성다발성신경병증 (CIDP)	0	0	0	46	138	231	234	239	73
쇼그렌증후군 (SjD)	0	0	0	161	484	810	1,149	1,171	356
피부홍반성루푸스 (CLE)	0	0	0	0	141	424	1,003	1,023	310

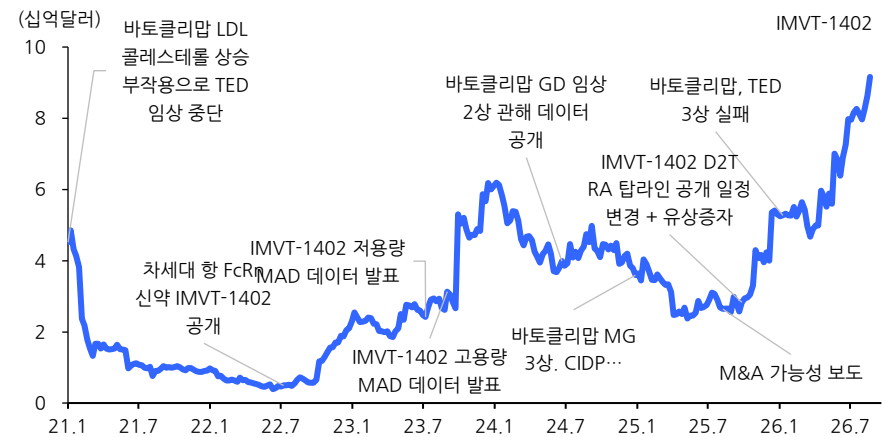
자료: 현대차증권

〈그림1〉 이뮤노반트 대비 한올바이오파마 시가총액 비중 추이



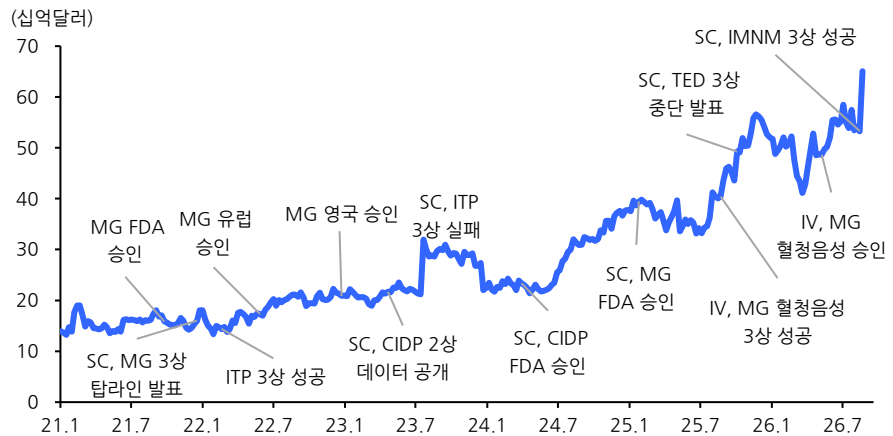
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 이뮤노반트 시가총액 추이



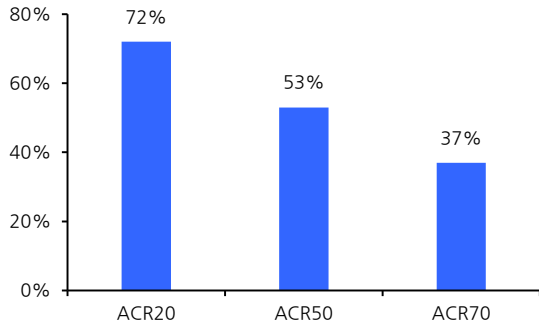
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 아제넥스 시가총액 추이



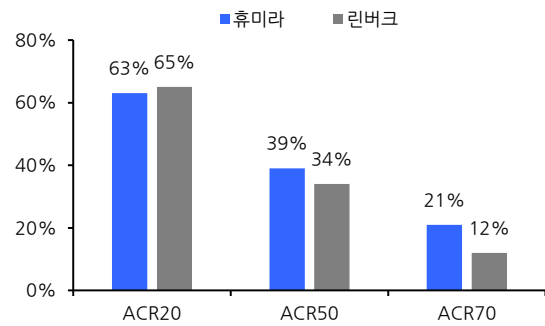
자료: Bloomberg, Quantwise, 현대차증권

〈그림4〉 IMVT-1402 RA 임상 결과



자료: IMVT, 현대차증권

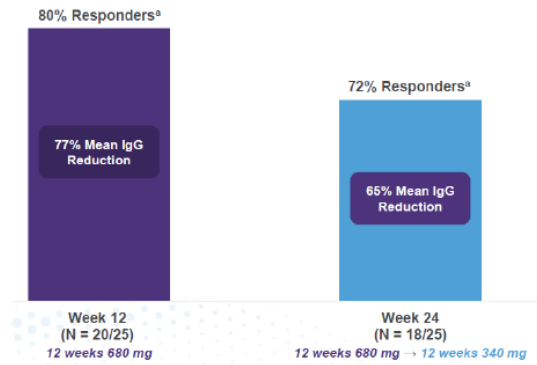
〈그림5〉 휴미라 및 린버크 RA 임상 결과



자료: 각 사, 현대차증권

〈그림6〉 바토클리맵 GD 임상 2상 결과

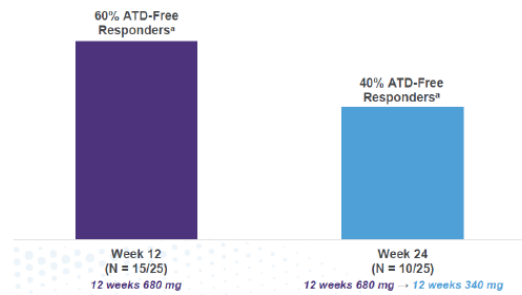
**ATD 증량 없이 T3·T4 수치가 정상화 또는
기준치 이하로 조절된 환자 비율**



자료: IMVT, 현대차증권

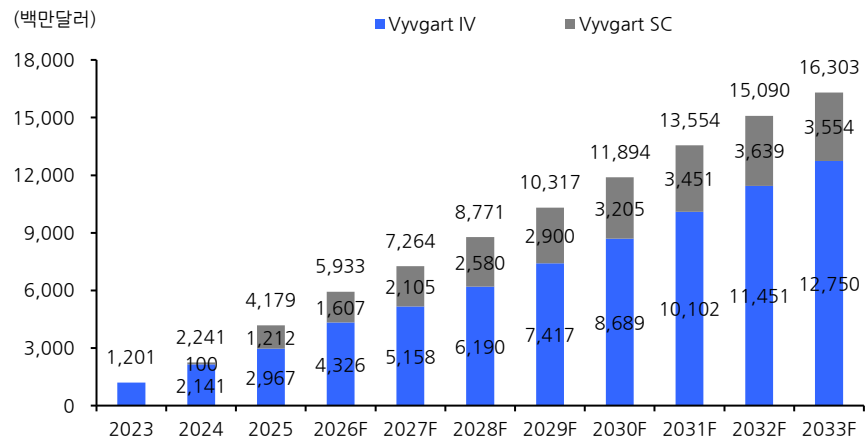
〈그림7〉 바토클리맵 GD 임상 2상 결과

**T3·T4 수치가 정상화 또는 기준치 이하로 조절되면서
ATD를 중단한 환자 비율**



자료: IMVT, 현대차증권

〈그림8〉 아제넥스 비브가르트 매출 전망



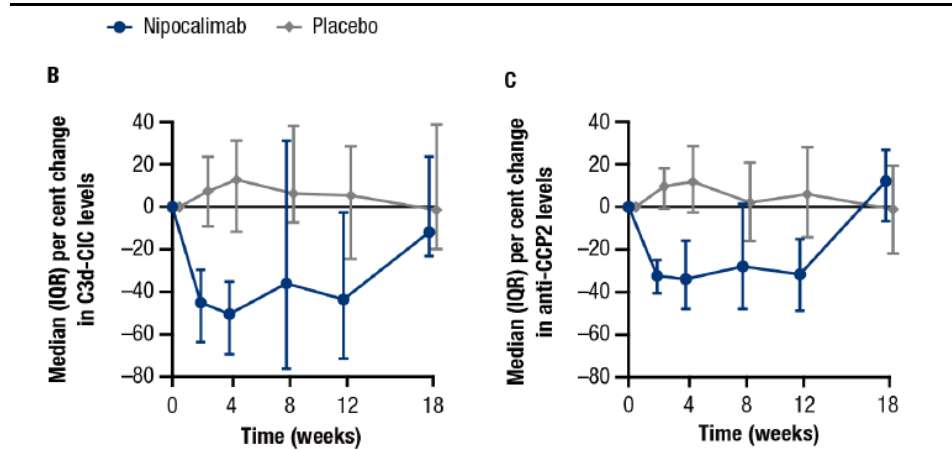
자료: EP, 현대차증권

〈표4〉 FcRn 억제제들 중 가장 높은 IgG 감소율을 보이고 있는 IMVT-1402

구분	IMVT-1402	Efgartigimod	Nipocalimab
약효 (IgG 감소율)	74~80%	60~72%	61~64%
안전성	알부민 감소 없음	알부민 감소 없음	알부민 감소 확인
편의성	오토인젝터	피하주사 (PFS)	정맥주사 (IV)

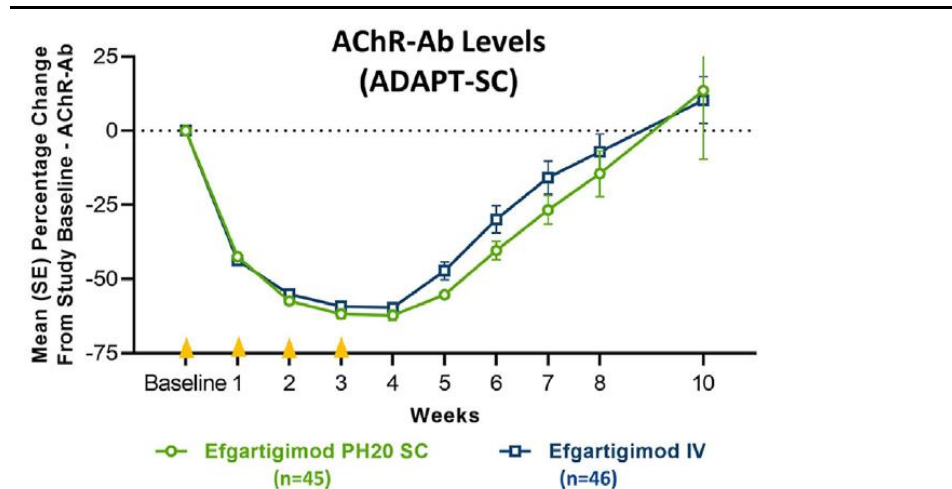
자료: 각 사, 현대차증권

〈그림9〉 니포칼리맵 RA 임상 면역복합체, ACPA 항체 감소 정도



자료: J&J, 현대차증권

〈그림10〉 비브가르트SC MG 임상 3상 AChR 항체 감소율



자료: Argenx, 현대차증권

〈표5〉FcRn 억제제별 개발 중인 적응증 현황

적응증	● 진행 중 ▲ 개발 중단			
	IMVT/HA	Argenx	J&J	UCB
그레이브스병(GD)	●	●		
류마티스관절염(RA)	●		▲	
전신중증근무력증(gMG)	●	●	●	●
만성염증성탈수초성다발신경병증(CIDP)	●	●	●	●
갑상선눈병증(TED)	▲	▲		
쇼그렌증후군(SjS)	●	●	●	
피부홍반루푸스(CLE)	●			
면역혈소판감소증(ITP)		●		▲
면역매개괴사성근병증(IMNM)		●	●	
항합성효소증후군(ASyS)		●		
당뇨병(DM)		●		
루푸스신염(LN)		▲		
전신경화증(SSc)		●		
항생제내성(AMR)		●		
혈청음성중증근무력증(SNMG)		●		
안구중증근무력증(OMG)		●		
자가면역뇌염(AE)		●		
수포성유헌포창(BP)		▲		
천포창(PV)		▲		
전신홍반루푸스(SLE)			●	

자료: 각 사, 현대차증권

COMPANY REPORT

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	139	155	170	222	238
증가율 (%)	3.0	11.5	9.7	30.6	7.2
매출원가	66	74	78	87	0
매출원가율 (%)	47.5	47.7	45.9	39.2	0.0
매출총이익	73	81	92	135	238
매출이익률 (%)	52.5	52.3	54.1	60.8	100.0
증가율 (%)	-2.7	11.0	13.6	46.7	76.3
판매관리비	73	82	85	100	103
판매비율 (%)	52.5	52.9	50.0	45.0	43.3
EBITDA	3	3	9	37	137
EBITDA 이익률 (%)	2.2	1.9	5.3	16.7	57.6
증가율 (%)	-40.0	0.0	200.0	311.1	270.3
영업이익	0	-1	6	34	135
영업이익률 (%)	0.0	-0.6	3.5	15.3	56.7
증가율 (%)	-100.0	N/A	흑전	466.7	297.1
영업외손익	-1	-5	-28	-1	0
금융수익	1	1	1	1	2
금융비용	1	5	3	2	2
기타영업외손익	-1	-1	-26	0	0
종속/관계기업관련손익	-0	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	-0	-6	-21	33	136
세전계속사업이익률	0.0	-3.9	-12.4	14.9	57.1
증가율 (%)	-100.0	N/A	적지	흑전	312.1
법인세비용	2	-1	-2	7	30
계속사업이익	-2	-6	-19	26	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2	-6	-19	26	106
당기순이익률 (%)	-1.4	-3.9	-11.2	11.7	44.5
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	307.7
지배주주지분 순이익	-2	-6	-19	26	106
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	-1	18	0	0
총포괄이익	-20	-6	-1	26	106

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	9	-2	-3	4	106
당기순이익	-2	-6	-19	26	106
유형자산 상각비	3	3	3	2	2
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	4	-9	-11	-24	-2
기타	4	10	24	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-27	-19	-6	-5	-0
투자자산의 감소(증가)	0	-0	-4	-5	-0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-1	-1	0	0
기타	-25	-18	-1	0	0
재무활동으로인한현금흐름	1	30	15	1	0
차입금의 증가(감소)	0	15	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	2	4	2	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1	11	13	1	0
기타현금흐름	0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	-17	8	6	-1	106
기초현금	34	16	25	31	30
기말현금	16	25	31	30	136

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	85	85	94	150	260
현금성자산	16	25	31	30	136
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	15	17	18	33	34
채고자산	38	38	40	75	78
기타유동자산	8	5	5	11	11
비유동자산	128	140	147	149	148
유형자산	17	16	13	11	10
무형자산	52	65	56	56	55
투자자산	44	44	66	71	71
기타비유동자산	15	15	12	11	12
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	213	225	241	299	407
유동부채	35	44	60	89	90
단기차입금	0	16	29	29	29
매입채무	11	5	6	11	11
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	23	25	49	50
비유동부채	10	19	19	23	24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	15	15	15	15
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	4	4	8	9
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	45	64	79	112	114
지배주주지분	168	162	161	187	293
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	117	120	123	123	123
자본조정 등	-7	-12	-13	-13	-13
기타포괄이익누계액	6	6	24	24	24
이익잉여금	26	21	2	28	134
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	168	162	161	187	293

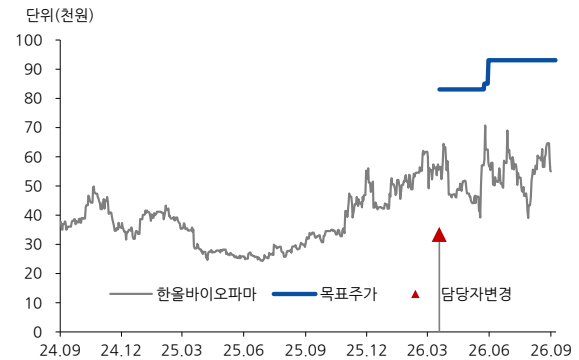
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-35	-106	-369	499	2,029
EPS(지배순이익 기준)	-35	-106	-369	499	2,029
BPS(자본총계 기준)	3,223	3,095	3,088	3,587	5,616
BPS(지배지분 기준)	3,223	3,095	3,088	3,587	5,616
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	110.4	27.2
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	110.4	27.2
P/B(자본총계 기준)	12.0	14.1	17.8	15.4	9.8
P/B(지배지분 기준)	12.0	14.1	17.8	15.4	9.8
EV/EBITDA(Reported)	595.4	866.5	362.2	92.3	23.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	적지	흑전	306.6
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	적지	흑전	306.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-1.0	-3.4	-11.9	15.0	44.1
ROE(지배순이익 기준)	-1.0	-3.4	-11.9	15.0	44.1
ROA	-0.8	-2.5	-8.3	9.7	30.0
안정성 (%)					
부채비율	26.5	39.3	49.2	59.7	38.9
순차입금비용	순현금	4.0	8.5	7.9	순현금
이자보상배율	3.2	NA	3.9	20.2	79.3

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2026.03.20	BUY	83,000	-40.42	-22.41
2026.05.26	BUY	85,000	-23.25	-16.82
2026.06.01	BUY	93,000	-41.04	-25.81
2026.09.03	BUY	93,000		

▶ 최근 2년간 한올바이오파마 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현석의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.