

한올바이오파마

확장보단 현재 파이프라인에 집중하기

박종현

의료기기 | alex.park@daolfn.com

● IMVT-1402, CLE(피부 홍반성 루푸스) PoC 임상 결과 발표

57명 대상 12주 위약대조 PoC, 1차 평가변수(Week 12 CLASI-A 변화율) 통계적 유의성 미달. 다수 지표에서 위약 대비 수치적 개선 경향, IgG 감소폭 클수록 임상 반응 개선 확인. 다만 회사 내부 기준 미달. 임상 결과 + 경쟁 환경 고려해 CLE 개발 중단 결정. 안전성 기존과 일관, GD/D2T RA/MG/CIDP/SjD 등 나머지 임상 일정 모두 유지. 2H26E 중 D2T RA Period 2 임상 결과 발표 예정

Period 2(12주, 더블블라인드)는 진행 중. ACR50/70 반응자가 위약 전환 후 12주 내 ACR20 기준선 아래로 내려오기 어려운 구조적 특성상 p-value 미달 가능성 존재, 기업도 해당 부분 선제적으로 인정. 통계적 유효성보다 FDA 피드백 및 환자 레벨 분석이 등록임상 설계의 핵심 변수. TAM은 기존 7만명에서 8.5만명 이상으로 상향

● CLE 드랍 영향 제한적이나, 할인율 상승으로 TP 하향

기존 당사 CLE 판매 개시 시점은 2032E 및 임상 성공 확률 28% 가정으로 CLE 임상 중단에 따른 파이프라인 가치 감소 제한적. 3.2조원 가치에서 1,000억원 미만. 다만 향후 자가항체 외 병인 경로 비중이 큰 적응증에 대한 확장 가능성이 낮아짐. IgG 억제 단독으로 커버 가능한 적응증과 구분 필요. 금리 인상 및 Rm 상승(13% > 18%)에 따른 WACC 상승으로 기존(10.1% > 11.8%)로 적정주가 6.5만원 하향

Fig. 1: 용어 설명

약자	Full Name	뜻 / 설명
FcRn	Neonatal Fc Receptor	신생아 Fc 수용체. IgG 항체를 재활용(recycling)하여 혈중 농도를 유지시키는 수용체. FcRn 억제제는 병적 자가항체(IgG)를 감소시켜 자가면역질환 치료에 사용
D2T RA	Difficult-to-Treat Rheumatoid Arthritis(RA)	2 기 이상의 기전 치료에 실패한 난치성 류마티스 관절염 환자
LDL	Low-Density Lipoprotein	저밀도 지단백. 혈관 벽에 축적되어 동맥경화 위험 증가
JAK	Janus Kinase	면역·염증 신호 전달에 관여하는 효소. JAK inhibitor는 류마티스관절염, 아토피 등 자가면역질환 치료에 사용
anti-TNF	Anti-Tumor Necrosis Factor	TNF-α(염증성 사이토카인)를 억제하는 바이오의약품 계열. 대표적으로 휴미라, 엔브렐, 레미케이드 등이 있음
ACPA	Anti-Citrullinated Protein Antibody	항시트룰린화 단백질 항체. 류마티스관절염(RA)에서 특징적으로 나타나는 자가항체
ACR20	American College of Rheumatology 20 Response	류마티스관절염 평가 지표. 증상·관절 수 등이 20% 이상 개선된 환자 비율
ACR50	American College of Rheumatology 50 Response	류마티스관절염 평가 지표. 50% 이상 개선된 환자 비율
ACR70	American College of Rheumatology 70 Response	류마티스관절염 평가 지표. 70% 이상 개선된 환자 비율
Fab glycosylation		항체의 Fab 영역에 당(glycan)이 붙는 현상. 항원 결합 특성 및 면역반응에 영향을 줄 수 있으며, 자가면역질환에서는 비정상적 Fab glycosylation 증가가 관찰되기도 함

Source: 다올투자증권

Fig. 2: Argenx vs. Immunovant

적응증	argenx	IMVT	승자
gMG	허가 + sero(-) 허가 + oMG 준비	등록임상 2027	argenx 선점
CIDP	허가 + 차세대 empasiprubarb 등록임상	등록임상 2028	argenx 선점
ITP	일본 허가	없음	argenx
Myositis	등록임상 (2026 Q3 타라인) > 긍정적 타라인 발표(통계적 유효성 달성)	없음	argenx
MMN	등록임상 (2026 Q4 타라인)	없음	argenx
GD	등록임상 2026 개시 예정	등록임상 진행 중	IMVT 선점 but argenx 진입 선언
D2T RA	x	Period 1 완료	IMVT 독점
SjD	등록임상 (2027 H2)	등록임상 2028	argenx
CLE	없음	PoC 진행 > 드랍(2026.09 월)	IMVT > X(2026.09 월)

Source: 다올투자증권

Fig. 3: Argenx vs. Immunovant

항목	argenx	IMVT
핵심 TAM (허가/임박)	MG+CIDP ~50K	GD ~330K prevalent
추가 TAM	ITP, Myositis, MMN, GD, SjD	RA ~85K, MG, CIDP, CLE, SjD
시총	\$61B	\$7B
할인 이유	없음 (상업화 중)	임상 리스크, 허가 전

Source: 다올투자증권

Fig. 4: 한올바이오파마 적정주가

영업가치 (십억원) ①	181.0	2026E EBITDA * 적정EV/EBITDA - 순차입금
HL036 신약가치 (십억원) ④	91.6	
일본 바토클리맵 신약가치 (십억원) ⑤	250.0	
IMVT-1402 신약가치 (십억원) ⑥	2,777.8	CLE 파이프라인 드랍, 금리 인상에 따른 WACC 상승
파이프라인 가치 (십억원) ② = ④+⑤+⑥	3,119.4	
적정 기업가치 (십억원) ①+②	3,300.4	
보통주 발행주식수 (천주)	50,858	자사주 제외
적정주가 (원)	65,000	
증가 (원)	46,600	
상승여력	39.5%	

Source: 다올투자증권

Fig. 5: IMVT-1402 신약가치 산정

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. GD/RA는 70%, 기타 3개 적응증은 55% 적용
6. NPV 할인율은 11.8%, Rf는 국고채 3년 금리, Rm는 KOSPI 12M Fwd PER 역수(18%), 베타는 0.58
7. 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	1,450	1,450	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
한올바이오파마 로열티(십억원)							19.5	89.3	307.6	1,190.9	2,102.2	954.1
마일스톤 유입(십억원)						30.0	60.0	120.0	150.0			
Milestone&로열티(십억원)						30.0	79.5	209.3	457.6	1,190.9	2,102.2	954.1
Tax rate							24%	24%	24%	24%	24%	24%
NOPLAT							60.4	159.1	347.8	905.1	1,597.7	725.1
PV Factor					1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.4	0.2	0.1
NPV of FCF							48.3	113.8	222.6	331.7	335.2	87.1
NPV of FCF		4,811										
성공확률 적용		5번 참고										
WACC		11.8%										
IMVT-1402 신약 가치(십억원)		2,778										

Source: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 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 비율

BUY : 93.5%	HOLD : 6.5%	SELL : 0.0%
-------------	-------------	-------------

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