

Company Update

Analyst 정이수 CFA

02) 6915-5677

매수 (유지)

목표주가 (하향) 70,000원

현재가 (9/23) 46,600원

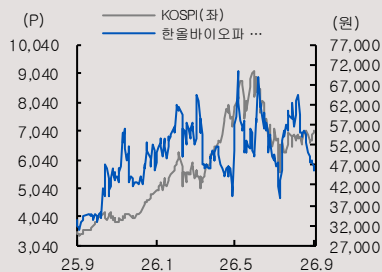
KOSPI (9/23)	7,080.92pt
시가총액	2,434십억원
발행주식수	52,241천주
액면가	500원
52주 최고가	70,700원
최저가	30,700원
60일 일평균거래대금	19십억원
외국인 지분율	4.5%
배당수익률 (2026F)	0.0%

주주구성	
대응제약 외 3 인	31.28%
국민연금공단	10.84%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-19%	-32%	-31%
절대기준	-18%	-11%	41%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	70,000	73,000	▼
EPS(26)	-325	3	▼
EPS(27)	159	73	▲

한올바이오파마 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한올바이오파마 (009420)

하나가 빠져도, 신약가치 영향은 제한적

6개 적응증 중 피부홍반루푸스 개발 중단

파트너사 이뮤노반트는 9월 23일 아이메로프루바트의 피부홍반루푸스(CLE) 개념 임상 결과를 발표하고 해당 적응증의 개발을 중단하기로 했다. 환자 57명을 대상으로 한 12주 임상에서 1차 평가지표인 피부 병변 활성도 지수(CLASI-A) 개선율이 위약 대비 통계적 유의성을 확보하지 못했기 때문이다. 다만 이번 결과가 아이메로프루바트의 기전 자체에 대한 실패로 해석될 여지는 적다. IgG 감소 폭이 큰 환자에서 임상 반응이 더 높았으며 안전성도 기존 임상 결과와 일관됐다. FcRn 억제제를 통한 IgG 감소가 CLE에서도 일정 수준의 임상 반응으로 이어졌으나, 경쟁 환경을 감안할 때 개발을 지속할 만큼 효과가 충분하지 않았던 것으로 판단한다.

다음 핵심 모멘텀은 2027년 그레이브스병 임상 결과

향후 아이메로프루바트의 주요 모멘텀은 4분기에 예정된 난치성 류마티스관절염 후속 데이터와 2027년 그레이브스병 및 중증근무력증 타라인 결과다. 이 중 가장 주목하는 적응증은 그레이브스병이다. 미국 내 타깃 환자 수가 약 33만 명으로 현재 개발 중인 적응증 가운데 시장 규모가 가장 크고, FcRn 억제제 중 아이메로프루바트만이 등록 임상을 진행하고 있어 계열 내 최초 출시가 기대되기 때문이다. 1세대 FcRn 억제제 바토클리맵 임상에서는 투약 종료 6개월 후에도 환자 10명 중 8명이 갑상선 호르몬 정상 범위를 유지했다. 이는 향후 아이메로프루바트 임상 결과에 대한 기대를 높이는 근거다.

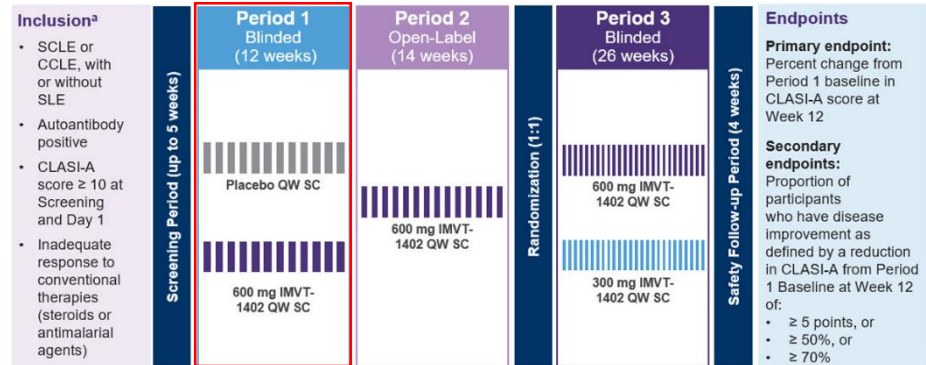
목표주가 70,000원으로 하향, 향후 임상 성과에 주목

목표주가를 70,000원으로 4% 하향한다. 신약가치에서 6개 적응증 가운데 CLE를 제외하는 한편, 이뮤노반트가 상향 제시한 난치성 류마티스관절염의 타깃 환자 수를 반영했다. 2027년 예정된 그레이브스병과 중증근무력증 등록 임상에서 유효성이 확인되면, 상업화 가능성 제고에 따른 신약가치 향상이 기대된다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	139	155	172	188	202
영업이익	0	-1	10	13	15
세전이익	0	-6	-18	10	13
지배주주순이익	-2	-6	-17	8	10
EPS(원)	-35	-106	-325	159	196
증가율(%)	-151.4	208.0	205.5	-148.8	23.9
영업이익률(%)	0.0	-0.6	5.8	6.9	7.4
순이익률(%)	-1.4	-3.9	-9.9	4.3	5.0
ROE(%)	-1.0	-3.4	-10.4	4.9	5.8
PER	-1,118.7	-411.1	-143.4	293.8	237.2
PBR	12.0	14.1	14.9	14.2	13.4
EV/EBITDA	597.9	866.5	179.3	149.9	132.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 아이메로프루바트의 피부홍반루푸스 개념입증 임상에서 12주차 통계적 유의성 확보 실패



자료: Immunovant, IBK투자증권

그림 2. 아이메로프루바트의 임상 타라인 데이터 발표 예상 시기

Clear focus on execution to unlock value both near and long term

Indication	Study	Data Catalyst	2H 2026	2027	2028
ACPA+ D2T RA	Potentially Registrational*	Further Updates	■		
GD	Potentially Registrational	Top Line Results		■	
MG	Potentially Registrational	Top Line Results		■	
SjD	Potentially Registrational	Top Line Results			■
CIDP	Potentially Registrational	Top Line Results			■

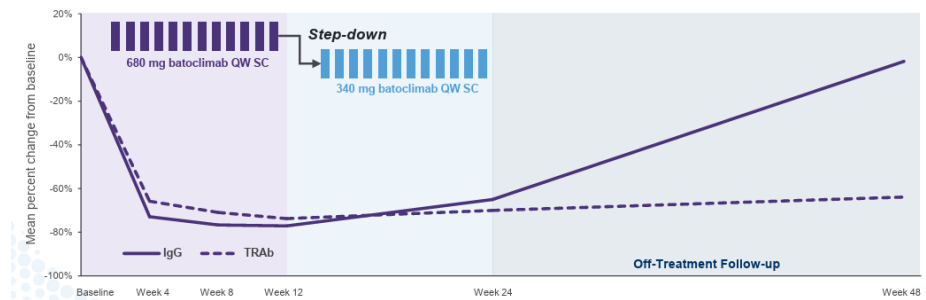
■ Rheumatology ■ Endocrinology ■ Neurology

자료: Immunovant, IBK투자증권

주: ACPA+D2T RA(ACPA 양성 난치성 류마티스관절염), GD(그레이브스병), MG(중증근무력증), SjD(쇼그렌증후군), CIDP(만성 염증성탈수초성신경병증)

그림 3. 바토클리맙 그레이브스병 임상 치료 종료 후에도 TRAb(갑상선 자극하는 자가항체) 감소

Sustained TRAb reductions post-batoclimab treatment further demonstrate the potential for disease modification



자료: Immunovant, IBK투자증권

표 1. 한올바이오파마 Valuation Table

구분		단위	
신약가치(아이메로프로바트)	3,665		
순차입금	15	십억 원	2026년 말 예상 기준
주주가치	3,650	십억 원	
주식수	52,241	천 주	
목표주가	70,000	원	
현재주가	46,600	원	2026.09.23 종가 기준
상승여력	50.2	%	

자료: IBK투자증권

표 2. 아이메로프로바트(IMVT-1402) 신약가치

(단위: \$M, 십억 원)

구분	2026E	...	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
미국 시장 타깃 환자 수										
그레이브스병(명)	330,000		335,976	337,992	340,020	342,060	344,112	346,177	348,254	350,343
ACPA+ 난치성 류마티스관절염(명)	85,000		86,539	87,058	87,581	88,106	88,635	89,167	89,702	90,240
중증근무력증(명)	35,000		35,634	35,848	36,063	36,279	36,497	36,716	36,936	37,158
만성염증성탈수초성신경병증(명)	16,000		16,290	16,387	16,486	16,585	16,684	16,784	16,885	16,986
쇼그렌증후군(명)	90,000		91,630	92,180	92,733	93,289	93,849	94,412	94,978	95,548
예상 시장 침투율(출시 시기 가정)										
그레이브스병(2028년 출시)			2.00%	3%	4%	5%	6%	8%	9%	10%
난치성 류마티스관절염(2029년 출시)			1.00%	3%	4%	5%	6%	8%	9%	10%
중증근무력증(2029년 출시)			1.00%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	5%
만성염증성탈수초성신경병증(2030년 출시)				1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%
쇼그렌증후군(2030년 출시)				1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%
IMVT-1402 매출액			1,429	2,555	3,405	4,299	5,236	7,068	8,166	9,278
경상 로열티(5~13%)			71	128	238	387	524	777	980	1,206
원화 환산(환율 1,400원)			100	179	334	542	733	1,088	1,372	1,689
세후 이익(세율 20% 가정)			80	143	267	433	586	871	1,098	1,351
NPV(할인율 10% 가정)	2,289									
TV									9,006	
PV of TV(할인율 10% 가정)	3,819									
미국 시장 가치	6,109									
그 외 시장 가치 (20% 가정)	1,222									
합산 파이프라인 가치	7,331									
nNPV (성공확률 50% 적용)	3,665									

자료: IBK투자증권

주: 연간 약가는 비브가르트 약가 \$225,000에 20% 할인한 \$180,000 적용

주: 로열티 비율은 mid-single digits to mid-teens percentage of net sales로 명시되어 5~13%로 가정함.

주: 미국 시장 타깃 환자 수는 이뮤노반트의 자료 참고해서 산출함(난치성 류마티스관절염 70,000명에서 85,000명으로 상향)

한올바이오파마 (009420)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	139	155	172	188	202
증가율(%)	3.0	11.7	10.9	9.2	7.2
매출원가	66	74	80	88	95
매출총이익	73	81	92	100	106
매출총이익률 (%)	52.5	52.3	53.5	53.2	52.5
판매비	73	82	82	87	91
판매비율(%)	52.5	52.9	47.7	46.3	45.0
영업이익	0	-1	10	13	15
증가율(%)	-89.6	na	-1,147.4	34.0	19.1
영업이익률(%)	0.0	-0.6	5.8	6.9	7.4
순금융손익	0	-4	-2	-2	-1
이자손익	0	0	-1	-2	-1
기타	0	-4	-1	0	0
기타영업외손익	-1	-1	-26	-1	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	-6	-18	10	13
법인세	2	-1	-1	2	3
법인세율	na	16.7	5.6	20.0	23.1
계속사업이익	-2	-6	-17	8	10
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2	-6	-17	8	10
증가율(%)	-151.4	208.0	205.5	-148.8	23.9
당기순이익률 (%)	-1.4	-3.9	-9.9	4.3	5.0
지배주주당기순이익	-2	-6	-17	8	10
기타포괄이익	-18	-1	18	0	0
총포괄이익	-20	-6	1	8	10
EBITDA	3	3	14	16	18
증가율(%)	-38.6	-21.1	416.4	19.5	12.9
EBITDA마진율(%)	2.2	1.9	8.1	8.5	8.9

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-35	-106	-325	159	196
BPS	3,223	3,095	3,132	3,290	3,487
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-1,118.7	-411.1	-143.4	293.8	237.2
PBR	12.0	14.1	14.9	14.2	13.4
EV/EBITDA	597.9	866.5	179.3	149.9	132.5
성장성지표(%)					
매출증가율	3.0	11.7	10.9	9.2	7.2
EPS증가율	-151.4	208.0	205.5	-148.8	23.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-1.0	-3.4	-10.4	4.9	5.8
ROA	-0.8	-2.5	-7.3	3.3	3.9
ROIC	-2.2	-5.4	-15.8	7.8	9.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	26.5	39.3	47.0	48.4	48.1
순차입금 비율(%)	-9.5	4.3	9.1	7.6	4.4
이자보상배율(배)	3.2	-6.4	4.8	5.1	5.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.0	9.6	9.8	9.8	9.7
재고자산회전율	4.0	4.1	4.4	4.5	4.5
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	85	85	90	101	112
현금및현금성자산	16	25	29	34	40
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	15	17	18	20	21
재고자산	38	38	40	44	46
비유동자산	128	140	151	154	158
유형자산	17	16	14	13	13
무형자산	52	65	60	63	67
투자자산	44	44	65	65	65
자산총계	213	225	241	255	270
유동부채	35	44	60	66	71
매입채무및기타채무	11	5	2	2	2
단기차입금	0	16	28	31	33
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10	19	17	17	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	15	15	15	15
부채총계	45	64	77	83	88
지배주주지분	168	162	164	172	182
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	117	120	123	123	123
자본조정등	-7	-12	-13	-13	-13
기타포괄이익누계액	6	6	24	24	24
이익잉여금	26	21	4	12	23
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	168	162	164	172	182
비이자부채	44	33	33	36	39
총차입금	1	31	44	47	49
순차입금	-16	7	15	13	8

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	9	-2	2	7	10
당기순이익	-2	-6	-17	8	10
비현금성 비용 및 수익	8	12	28	6	6
유형자산감가상각비	3	3	3	2	2
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본변동	4	-9	-9	-6	-4
매출채권등의 감소	0	0	1	-2	-1
재고자산의 감소	-6	-2	-10	-4	-3
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-1	1	0	-1	-2
투자활동 현금흐름	-27	-19	-11	-7	-7
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-1	-2	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-21	-13	-10	-5	-5
투자자산의 감소(증가)	-1	-3	0	0	0
기타	-3	-2	1	-1	-1
재무활동 현금흐름	1	30	13	5	3
차입금의 증가(감소)	0	15	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	1	15	13	5	3
기타 및 조정	0	-1	0	0	1
현금의 증가	-17	8	4	5	7
기초현금	34	16	25	29	34
기말현금	16	25	29	34	40

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	95.3
Trading Buy (중립)	6	4
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

한울바이오파마	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.14	매수	43,000	-14.99	15.81
	2024.11.14	1년경과	43,000	-25.12	10.12
	2025.11.14	1년경과	43,000	7.14	-2.44
	2026.01.06	담당자변경		-	-
	2026.02.03	매수	64,000	-18.89	0.63
	2026.05.21	매수	73,000	-25.30	-3.15
	2026.09.28	매수	70,000		