

한올바이오파마

바이오계약 권해순
6181/hskwon@eugenefn.com
RA 이다빈
6144/db23@eugenefn.com

NDR 후기: 기다림의 구간

투자의견
목표주가
현재주가

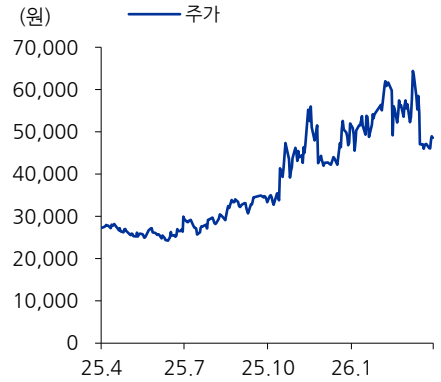
BUY(유지)
100,000 원(유지)
48,600 원(04/17)

“ **NDR 후기:** 4월 14~15일에 걸쳐 주요 기관 투자자들을 대상으로 NDR을 진행함. 4월 2일 이뮤노반트가 바토클리맵의 TED 임상 3상에서 1차 평가 지표를 충족하지 못했다고 발표한 이후, 동사 주가는 현재까지 17% 하락함. 금번 NDR에서는 TED 임상 결과에서 용량에 따른 IgG 억제력은 확인되었다는 점에서 2026년 하반기부터 발표할 IMVT-1402의 주요 임상 결과를 긍정적으로 기대하고 있음을 강조함. IMVT-1402가 2028년 이후 GD를 시작으로 상업화될 가능성을 언급하였으며, 다수의 적응증에서 상업화 범위가 확대될 경우 2030년 이후 중장기적으로 약 1조원 규모의 로열티 수익 창출이 가능하다는 시나리오를 공유함. NDR에 참석한 투자자들은 이미 한올바이오파마에 대한 이해도와 관심이 높았으며, 향후 임상 일정, 상업화 예상 시기 등 업데이트 중심의 질문이 많았음. 다만 IMVT-1402의 가치를 높게 평가함에도 불구하고 주가에 반영되는 시점에 대해서는 불확실성이 존재한다는 의견들이 주를 이루었음

“ **IMVT-1402:** FcRn 억제제 계열 내 경쟁사 대비 우월한 IgG(자가항체) 감소율, 안전성, 자가투여 편의성 등을 기반으로 Best-in-Class 후보로 평가됨. 주요 임상 데이터 발표 일정은 ① 2026년 하반기 CLE POC 결과, ② 2026년 말 D2T RA 톱라인 결과, ③ 2027년 GD 등록임상 톱라인, ④ 2027년 하반기 MG, ⑤ 2028년 CIDP 및 쇼그렌 톱라인 결과 순으로 임상 결과가 가시화될 예정. GD 적응증에서는 First-in-Class 가능성을 보유한 후보로 개발 중이며, 2028년경 상업화 시작, MG는 2028년 말~2029년 상업화 가능성이 기대됨. D2T RA는 2030년 이후 추가 성장 모멘텀임

“ **바토클리맵:** 이뮤노반트는 바토클리맵 상업화 대신 IMVT-1402에 개발 역량을 집중한다는 전략 전환을 발표함. 일본내 바토클리맵의 MG 임상 3상이 순항 중이며, TED 결과를 반영해 바토클리맵 권리와 IMVT-1402 옵션을 패키징한 기술이전 계약 체결을 추진 중. 중국에서는 파트너사 하버바이오메드가 MG 대상 BLA를 제출(NMPA가 2024년 7월 제출 수리)하였으며, 하반기 허가를 기대함. 신약 승인 시 마일스톤 유입이 예상됨. 다만 개발 지연에 따른 권리 반환 중재 절차가 진행 중에 있음

“ **투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지:** 고성장하는 FcRn 억제제 시장에서 한올바이오파마의 IMVT-1402(아이메로프루바트)가 Best-in-Class 수준의 임상 결과를 확인할 것으로 기대하며, 큰 폭의 파이프라인 가치 상승을 예상함. 상업화 불확실성이 높았던 바토클리맵 임상 결과가 한올바이오파마 가치에 미치는 영향은 제한적이라고 판단하며, IMVT-1402 임상 결과 발표가 본격화되는 2026년 하반기부터 기업가치 상승이 본격화될 전망. FcRn 억제제 시장은 아제닉스의 비브가르트가 출시 3년 차인 2025년에 \$4.2bn의 매출액을 기록하며 고성장 중. 한올바이오파마는 2028년 GD 적응증에서 First-in-Class으로 진입한 후 적응증을 확대하며 관련 시장에서 블록버스터로 자리잡을 수 있을 것으로 기대됨



시가총액(십억원)	2,539
발행주식수(천주)	52,241
52 주 최고	66,600 원
최저	24,000 원
52 주 일단 Beta	0.75
60 일 평균 거래대금	254 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
대용계약 (외 4인)	31.2%
국민연금공단 (외 1인)	10.1%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-13.5	45.7	76.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	100,000	100,000	-
영업이익(26E)	0.5	2.5	▼
영업이익(27E)	1.0	3.1	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	155.2	162.9	171.1
영업이익	-0.9	0.5	1.0
세전손익	-6.2	0.5	0.9
당기순이익	-5.6	-0.3	0.1
EPS(원)	-106.4	-5.7	1.5
증감률(%)	na	na	흑전
PER(배)	na	na	32,665.2
ROE(%)	-3.4	-0.2	0.0
PBR(배)	14.1	16.3	16.3
EV/EBITDA(배)	866.7	653.2	602.6

한올바이오파마 시가총액 추이 및 주요 이벤트



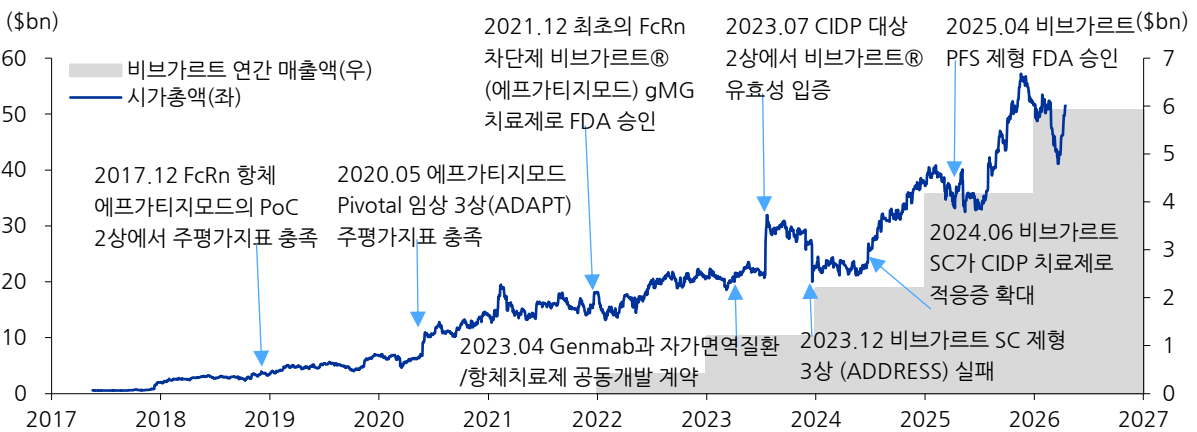
자료: 한올바이오파마, Quantwise, 유진투자증권

이뮤노반트(NASDAQ:IMVT) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 이뮤노반트, Bloomberg, 유진투자증권

아제닉스(NASDAQ:ARGX) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 아제닉스, Bloomberg, 유진투자증권

한올바이오파마 파이프라인 현황

Area	Project code	Indication	Preclinical	Phase 1	Proof-of-Concept	Pivotal	BLA/NDA Review	Partners
Immunology	Batoclimab	중증근무력증 (MG)	→ (US/EU/Japan)				→ (China)	IMMUNOVANT HARBOUR BIOMED
		갑상선 안병증 (TED)	→ (US/EU/Japan)					IMMUNOVANT
		그레이브스병 (GD)	→ (Germany)					IMMUNOVANT
		만성 염증성 다발성 신경병증 (CIDP)	→ (US/EU)					IMMUNOVANT
	Imeroprubart (IMVT-1402)	그레이브스병 (GD)	→ (US/EU)					IMMUNOVANT
		류마티스 관절염 (ACPA+ D2T RA)	→ (US/EU)					IMMUNOVANT
		중증근무력증 (MG)	→ (US)					IMMUNOVANT
		만성 염증성 다발성 신경병증 (CIDP)	→ (US)					IMMUNOVANT
		쇼그렌 증후군 (SjD)	→ (US)					IMMUNOVANT
		피부 홍반성 루푸스 (CLE)	→ (US)					IMMUNOVANT
Area	Project code	Indication	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	BLA/NDA Review	Partners
Ophthalmology	Tanfanercept (HL036)	안구건조증 (DED)	→ (US)				→ (China)	DAEWONG HARBOUR PHARMACEUTICAL CO., LTD.
Neurology	HL192	파킨슨병 (PD)	→ (Canada)					NURRON DAEWOONG PHARMACEUTICAL CO., LTD.

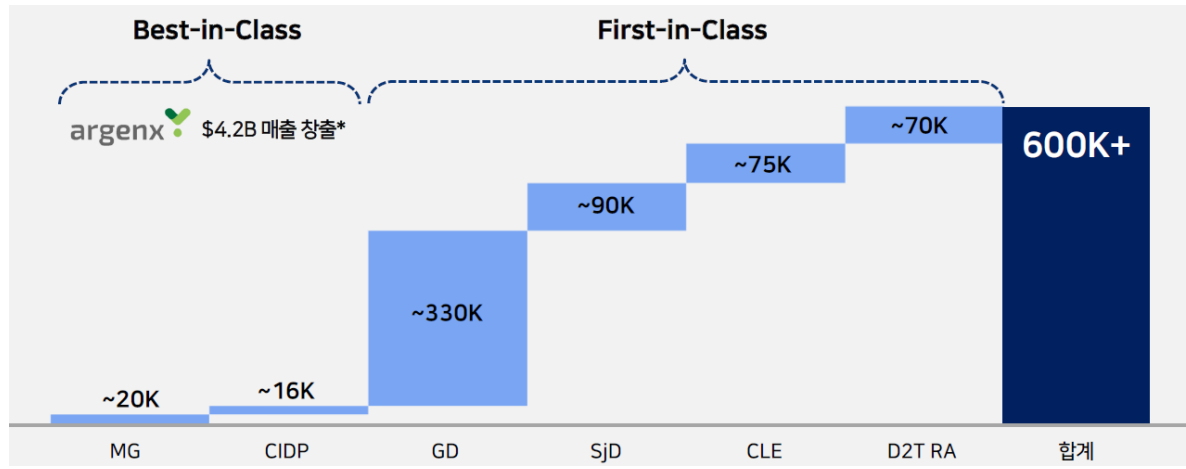
자료: 한올바이오파마, 유진투자증권

한올바이오파마의 파이프라인별 향후 예상 일정

구분	파이프라인명	적응증/지역	시기별 예상/목표 일정
면역질환	아이메로프루바트 (IMVT-1402, FcRn 억제제)	CLE (피부홍반성루푸스)	2026년 3-4분기 임상 2상 PoC 데이터 발표
		D2T RA (난치성 류마티스관절염)	2026년 4분기 임상 2b상 데이터 발표 추가 임상 진행 시 2029년~2030년 상업화 예상
		GD (그레이브스병)	2027년 상반기 등록 임상 2b상 데이터 발표 2028년 첫번째 적응증이자 First in class로 상업화 계획
		MG (중증근무력증)	2027년 임상 3상 데이터 발표 2028년 하반기~2029년 상업화 예상
		SjD (쇼그렌병)	2028년 등록 임상 2b상 데이터 발표
		CIDP (만성염증성탈수초성다발신경병증)	2030년 이후 상업화 예상
면역질환	바토클리맵 (FcRn 억제제)	글로벌 (중국/일본 제외)	2026년 4월 파트너사 이뮤노반트가 TED 임상 결과 발표 완료 추가 임상 및 상업화 계획 없음 이뮤노반트와 바토클리맵 반환 또는 배상 관련 합의 진행 중
		중국 (파트너사 HBM)	2024년 파트너사 HBM이 BLA 신청함 2026년 내 MG 적응증 승인 여부 결정 예상. 승인 시 허가 마일스톤 수령 가능 허가와는 별개로 HBM과 바토클리맵 반환 위한 중재 진행 중
		일본	2026년 내 바토클리맵/IMVT-1402 패키징 딜 목표 상업화 추진 예정
안구질환	탄파너셉트 (항 TNF)	안구건조증	2026년 하반기 임상 3상 결과 확인 후 기술이전 추진
신경질환	HL192 (Nurr1 억제제)	파킨슨병	2026년 환자 대상 임상 1상 개시 예정
면역질환 후속 파이프라인			2026년부터 순차적으로 신규 파이프라인 개발 성과 공개 예정

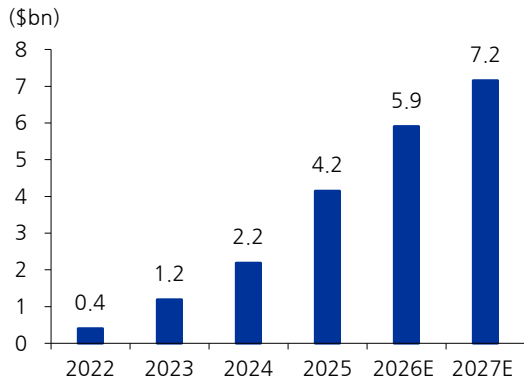
자료: 한올바이오파마, 이뮤노반트, 유진투자증권

아이메로프루바트(IMVT-1402) 적응증별 타겟 환자 규모: 2028년 첫 적응증 GD로 상업화 계획



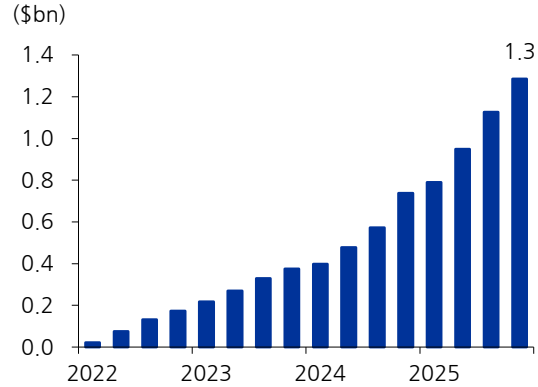
자료: 한올바이오파마, 이뮤노반트, 유진투자증권

비브가르트 연간 매출액 추이 및 전망



주: 2026-2027E 예상 매출액은 블룸버그 컨센서스
 자료: 아제닉스, Bloomberg, 유진투자증권

비브가르트 분기별 매출액 추이



자료: 아제닉스, Bloomberg, 유진투자증권

한올바이오파마(009420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	213	225	225	237	248
유동자산	85	85	71	70	68
현금성자산	16	25	10	5	6
매출채권	20	19	20	21	21
재고자산	38	38	41	43	42
비유동자산	128	140	154	167	180
투자자산	59	60	62	65	67
유형자산	17	16	15	13	12
기타	52	65	77	89	101
부채총계	45	64	69	81	85
유동부채	35	44	50	61	65
매입채무	23	20	25	26	30
유동성이자부채	1	16	16	26	26
기타	11	8	8	9	9
비유동부채	10	19	19	19	19
비유동이자부채	1	16	16	16	16
기타	9	3	4	4	4
자본총계	168	162	156	156	164
지배지분	168	162	156	156	164
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	117	120	120	120	120
이익잉여금	26	21	21	21	29
기타	(1)	(6)	(12)	(12)	(12)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	168	162	156	156	164
총차입금	1	32	32	42	42
순차입금	(15)	7	22	37	36

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	9	(2)	8	2	17
당기순이익	(2)	(6)	(0)	0	8
자산상각비	3	4	3	3	3
기타비현금성손익	5	9	0	0	0
운전자본증감	4	(9)	4	(2)	6
매출채권감소(증가)	2	1	(1)	(1)	0
재고자산감소(증가)	(6)	(2)	(3)	(2)	2
매입채무증가(감소)	(0)	(2)	5	1	4
기타	7	(6)	3	0	0
투자현금	(27)	(19)	(17)	(16)	(17)
단기투자자산감소	(3)	(2)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(1)	(3)	(2)	(2)	(2)
설비투자	2	1	2	1	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(21)	(13)	(13)	(13)	(13)
재무현금	1	30	(6)	10	0
차입금증가	(1)	30	0	10	0
자본증가	2	(0)	(6)	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(17)	8	(15)	(5)	0
기초현금	34	16	25	10	5
기말현금	16	25	10	5	5
Gross Cash flow	6	7	3	4	11
Gross Investment	21	26	13	18	11
Free Cash Flow	(15)	(19)	(9)	(15)	0

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	139	155	163	171	197
증가율(%)	3.0	11.7	5.0	5.0	15.0
매출원가	66	74	77	81	89
매출총이익	73	81	86	90	108
판매 및 일반관리비	73	82	85	89	100
기타영업손익	0	12	4	4	12
영업이익	0	(1)	0	1	9
증가율(%)	(89.6)	적전	흑전	110.4	733.9
EBITDA	3	3	4	4	12
증가율(%)	(38.6)	(21.1)	48.2	9.0	171.6
영업외손익	(0)	(5)	0	(0)	(0)
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	1	1	1
지분법손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(1)	(5)	0	0	0
세전순이익	(0)	(6)	1	1	8
증가율(%)	적전	적지	흑전	74.9	858.5
법인세비용	2	(1)	1	1	1
당기순이익	(2)	(6)	(0)	0	8
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	9,694.8
지배주주지분	(2)	(6)	(0)	0	8
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	9,694.8
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(35)	(106)	(6)	1	146
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	9,694.8
수정EPS(원)	(35)	(106)	(6)	1	146
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	9,694.8

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	(35)	(106)	(6)	1	146
BPS	3,223	3,095	2,983	2,984	3,130
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	32,665	333.5
PBR	12.0	14.1	16.3	16.3	15.5
EV/ EBITDA	598.1	866.7	653.2	602.6	221.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	326.4	339.3	733.1	694.1	231.2
수익성(%)					
영업이익률	0.2	(0.6)	0.3	0.6	4.4
EBITDA이익률	2.4	1.7	2.4	2.5	5.9
순이익률	(1.3)	(3.6)	(0.2)	0.0	3.9
ROE	(1.0)	(3.4)	(0.2)	0.0	4.8
ROIC	0.2	(0.6)	(0.2)	0.1	5.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(8.9)	4.4	14.2	23.5	22.2
유동비율	245.8	191.0	142.6	113.9	104.3
이자보상배율	3.2	(6.4)	0.8	1.3	10.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	6.5	7.9	8.3	8.3	9.4
재고자산회전율	4.0	4.1	4.1	4.0	4.6
매입채무회전율	5.9	7.3	7.2	6.6	6.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31. 기준)

