

한올바이오파마 (009420)

내년을 위한 중간 업데이트

2025년 9월 29일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	48,000 원 (유지)
✓ 상승여력	56.4%	✓ 현재주가 (9월 26일)	30,700 원

신한생각 예상보다 더딘 임상 속도도 올해가 끝, 연말부터 줄줄이

연말 IMVT-1401의 TED* 임상 3상 결과 발표, 1H26 부작용 없는 후속 물질 IMVT-1402의 첫 임상 3상 결과 공개 예정. 이미 1401 긍정적 임상 결과로 1042의 임상 결과 기대감 높았으나 주가 반영 제로 상태. 이유는 1402의 3상 발표 전이기 때문이지만 1401 일본 판권 계약도 주목 필요

연말부터 IMVT-1401, 1402, 안구건조증 치료제 임상 3상 발표

1401(바토클리맵) 연말 TED 적응증 임상 3상 탑라인 발표. 일본 제약사 다수와 판권 계약 논의 중으로 1H26 체결 목표. 후생노동성으로부터 ODD(희귀의약품) 지정받아 높은 약가 가능. 연말 또는 연초 중국도 승인

로이반트는 1401의 상업화 비용 수천억원을 아껴 1402 임상에 사용해 이 뮤노반트를 높은 가격에 M&A 시키는 것이 목표이기 때문에 허가 미신청. 동사는 1401의 일본, 호주, 중국, 북유럽 등 판권을 계약해 판매 목표

안구건조증 치료제 HL036(탄파너셉트)도 현재 임상 3상(VELOS-4) 진행 중. 눈물량 증가를 지표로 2H26 임상 3상 결과 확보될 예정. 노바티스도 지난해 자이드라(Xiidra)를 바슈룸에 25억 달러에 매각해 높은 가치

Valuation & Risk: 1H26 류마티스 관절염 3상 발표 가장 기대 요인

아제넥스 현재 MG*, CIDP*만으로 분기 매출 1조원 돌파 및 시가총액 56조원. 암젠의 '테파자' 부작용 높은데도 TED 2조원 매출. 동사는 비브가르 트보다 높은 약가 및 환자수 가능해 긍정적이나 최근 J&J이 '니포칼리맵' 류마티스관절염(RA) 임상 철회. 부족한 유효성, 알부민 증가 등 단점에도 불구하고 DAS-28 CRP* 점수 개선 경향성 확인(p=0.228). 특히 ACPA* 과발현 환자에서 효과 확인되어 IMVT-1402 성공 가능성 높다고 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	134.9	2.2	3.5	659.6	2.0	12.4	413.9	-
2024	138.9	0.2	(1.8)	-	(1.0)	12.0	595.6	-
2025F	150.1	1.3	1.8	917.7	1.1	9.6	368.1	-
2026F	166.0	10.5	22.1	74.2	12.2	8.5	120.8	-
2027F	182.7	26.3	61.4	26.7	27.6	6.5	53.6	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[제약/바이오]

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

윤석현 연구원

✉ sh.yun@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

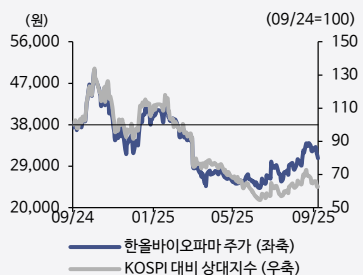
시가총액	1,603.8십억원
발행주식수(유동비율)	52.2백만주(66.0%)
52주 최고가/최저가	49,800 원/24,250 원
일평균 거래액 (60일)	10,426백만원
외국인 지분율	4.4%

주요주주 (%)

대웅제약 외 3인	31.2
국민연금공단	9.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.7	23.0	(19.1)	(20.3)
상대	(5.5)	11.9	(36.2)	(43.5)

주가



* TED: 갑상선 안병증, 눈이 돌출되고 염증 및 통증이 생기는 자가면역질환

* MG: 중증근무력증, 신경-근육 연결 부위 이상으로 근육 힘이 약해지는 자가면역질환

* CIDP: 말초신경 염증으로 근력 저하 및 감각 이상을 일으키는 자가면역질환

* DAS28-CRP: 류마티스 관절염 활동 지표

* ACPA: 류마티스 관절염 환자에서 발견 되는 자가항체

IMVT vs. 아제넥스 주요 자가면역질환 별 타임라인 비교

적응증	약물	1H25	2H25	1H26	2H26	2027	2028
gMG	IMVT-1402	등록 임상 3상: AChR Ab+, MusK+, LRP4+ 환자 대상 (투여 12주 + 유지 14주) 2027년 Top-Line 발표 (Best-in-class)					-
	Vyvgart	허가완료 (미국: 2021년 12월, 유럽 및 일본: 2022년)					
oMG	Vyvgart	등록 임상 3상: OCULUS 1H26 결과 발표			-	-	-
sMG	Vyvgart	임상 3상: NCT06298552 2H25 결과 발표 (1차 평가변수 충족)			-	-	-
CIDP	IMVT-1402	등록 임상 2b상: 면역글로불린 및 스테로이드 치료 불응 환자 대상 (24주, 600mg) 2028년 Top-Line 발표 (Best-in-class)					
	Vyvgart	허가완료(미국: 2025년 6월, 일본 및 캐나다: 2025년 승인 전망, 유럽: 1H26 승인 전망) IVIg 치료 환자의 Vyvgart 전환 임상 4상: 2H25 결과 발표 및 승인 신청					
TED	Batoclimab	등록 임상 3상: GO-1 2025년 이내 Top-Line 발표 (바토클리맵 전략 결정 전망)			-	-	-
	Vyvgart	임상 3상: PFS 제형 효능 및 부작용 2H26 결과 발표				-	-
Lupus	IMVT-1402	임상 2상: CLE(피부 홍반 루푸스) PoC (고용량/위약 맹검 12주 + 고용량 14주 + 고용량/저용량 맹검 26주) 2026년 이내 초기 Top-Line 발표				-	-
	Vyvgart	임상 2상: 루푸스 신염 PoC 2H25 중간 결과 도출 (후속 임상 진입 및 전략 결정)			-	-	-
ITP	Vyvgart	임상 3상: 미국 환자 중심 2H26 결과 발표 및 승인 신청				-	-
Myositis	Vyvgart	임상 3상: 피부 근염 및 다발성 근염 등 2H26 결과 발표 및 승인 신청 (First-in-class)				-	-
SSc	Vyvgart	임상 2상: 진행성 전신경화증 대상 2H26 초기 결과 발표 (First-in-class)				-	-
GD	Batoclimab	PoC 임상 2a상: 6개월 무치료 관해 25년 9월(ATA, 미국 갑상선학회)			-	-	-
	IMVT-1402	등록 임상 2b상: 2개(고용량: 52주 / 고용량 및 저용량: 26주) 동시 진행 ATD 치료 불응 환자 대상 유효성 평가 27년 내 Top-Line 발표 및 IMVT-1402 최초 승인 적응증 전망(First/Best-in-class)					-
D2T RA	IMVT-1402	등록 임상 2b/3상: ACPA+ 난치성 류마티스 관절염 기존 치료법 불응 환자 대상 (고용량 16주 + 고용량/저용량/위약 맹검 12주) 고용량 오픈라벨 16주 중간결과 1H26 발표 예상 (First/Best-in-class)			-	-	-
SjD	IMVT-1402	등록 임상 2상: 침샘/눈물샘 만성 염증이 발생하는 1차 환자 대상 (1차 분석: 24주 + 2차 분석: 24주) 2028년 Tip-Line 발표 및 IMVT-1402 최초 승인 적응증 가능성 (First/Best-in-class)					

자료: 로이반트, 아제넥스, 신한투자증권

바토클리맙 그레이브스병,
표준치료(항갑상선제) 없이
다수 환자 호르몬 수치 정상화

바토클리맙(1401): GD 초록 공개 완료, TED 데이터는 공개 임박

올해 하반기는 바토클리맙의 성능 확인을 통한 향후 상업화 전략을 결정하는 분기점이 될 것이다. GD(그레이브스병), TED(갑상선안병증) 임상 진행 중이다.

9월 4일 바토클리맙의 GD(그레이브스병) PoC(개념 입증) 임상 2a상 초록이 공개되었다. 특히, 주목이 필요한 데이터는 ‘무약물 관해’인데 GD 표준치료인 ADT(항갑상선제) 복용 없이 T3/T4 수치가 정상화 된 환자 비율을 측정했다. ADT는 갑상선 호르몬 합성 억제 약물로 주로 GD 1차 치료에 사용되는데, 자가면역항체의 갑상선 자극 자체를 차단하지 못하고 T3 및 T4 생성만 억제한다. 즉, ADT 복용 중단 시 T3/T4 수치의 개선보아야 GD의 근본적 원인인 자가면역항체의 갑상선 자극이 감소했음을 측정할 수 있다.

바토클리맙 그레이브스병 PoC 임상 2a상(NCT05450218) 디자인

항목	내용
개요	임상 2a상, 오픈라벨
환자	최대 고용량의 ADT 치료 후에도 갑상선 기능 항진증이 호전되지 않은 환자 (80%의 환자에서 그레이브스 안와병증 확인)
환자 수	25명 (23명 완료 + 2명 중단)
투약 방법	12주 x 680mg, QW, SC → 12주 x 340mg, QW, SC
주요 평가 변수	T3/T4 정상화율(관해), ADT 감량/중단, TRAb(갑상선 자극 호르몬 수용체 자가항체) 변화 등

자료: clinical trials, Efficacy and safety of the FCRN inhibitor, batoclimab, in graves' thyroïdal and extrathyroïdal disease: a proof-of-concept study, 신한투자증권

주) 치료와 무관한 이유로 중단

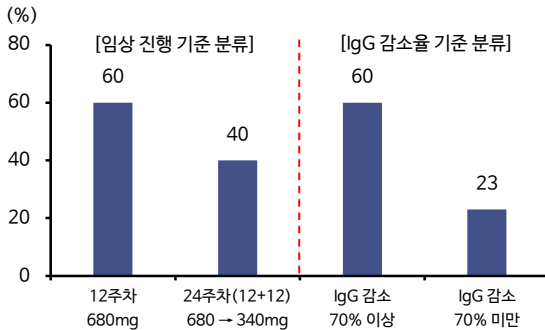
바토클리맙 그레이브스병 PoC 임상 2a상(NCT05450218) 주요 결과

평가 기준	2주차	12주차(고용량 투약 종료)	24주차(전체 투약 종료)
ATD 무증량 + T3/T4 정상화	60% (15/25)	80% (20/25)	72% (18/25)
ATD 중단 + T3/T4 정상화	-	60% (15/25)	40% (10/25)
TRAb 정상화	-	20% (5/20%)	-
기준선 대비 TRAb 감소	-	74%	70%
혈청전환(TRAb 음성 달성)	-	20% (5/25)	12% (3/25)
기타	- 안구 질환 변수(안구, 눈꺼풀 구멍, 임상 활동 점수) 개선 확인 - 안전한 내약성: 경증 ~ 중증도 이상반응, 새로운 안전 신호 없음		

자료: Efficacy and safety of the FCRN inhibitor, batoclimab, in graves' thyroïdal and extrathyroïdal disease: a proof-of-concept study, 신한투자증권

초록에 따르면 바토클리맙 치료 종료 시점인 24주차에서 72%의 환자(18명/25명)가 T3/T4 정상화(관해)에 도달했으며 그 중 절반 이상인 10명은 ATD를 완전히 중단하고도 관해 상태를 유지하였다. 이런 긍정적 효과는 TRAb 수치 개선의 영향이다. 고용량 투여 종료 시점인 12주차에 TRAb은 기저 대비 74% 감소 및 TRAb 음성 전환 20%, 전체 투여 종료 시점인 24주차에는 각각 70%, 12%를 달성했다. 이는 항FcRn이 IgG 일종인 TRAb을 효과적으로 억제하였고 T3/T4 정상화를 넘어 질병 근본적 원인을 개선할 수 있는 임상적 근거를 나타낸다.

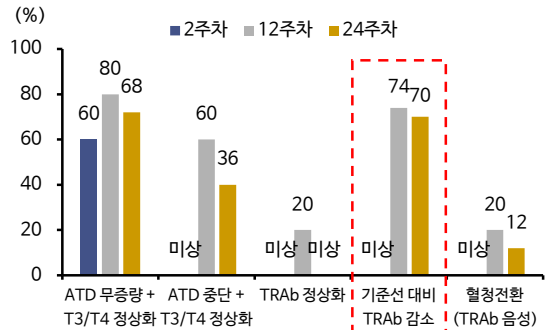
바토클리맵 GD PoC 임상 2a상 무약물 관해 지표



자료: 로이반트, 신한투자증권

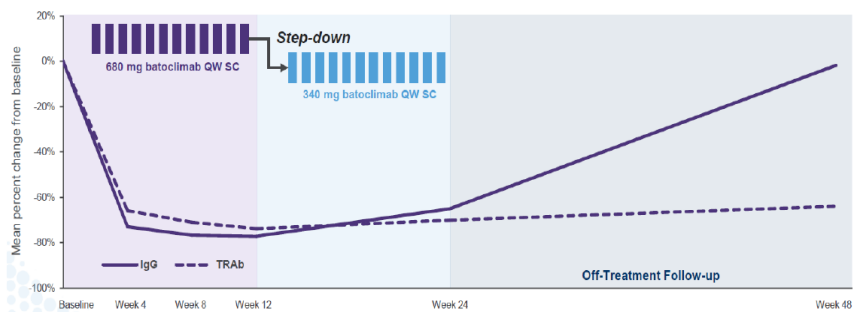
주) 무약물 관해: ADT(항갑상선제) 없이 T3/T4 수치가 정상화

바토클리맵 GD PoC 임상 2a상 효능 관련 결과



자료: ESPE/ESE 2025, 신한투자증권

바토클리맵 그레이브스병 PoC 임상 2a상 투약 중단 후 지속적인 TRAb 감소



자료: 한올바이오파마, 신한투자증권

바토클리맵의 IgG 억제력,
TRAb 감소 및 T3/T4 정상화
모두 비례해서 발생

임상 진행 기간 별 효능 결과를 비교하면 항FcRn의 효과는 더 명확하다. 기준선 대비 TRAb 감소는 곧 항FcRn에 의해 IgG 계열 자가면역항체가 효과적으로 억제되고 있음을 뜻하는데, TRAb 감소와 T3/T4 정상화가 동일한 추세로 발생하는 것을 알 수 있다. 고용량만 투여한 12주차에 개선 정도가 큰 것을 보아 용량 의존적으로 TRAb이 감소하고 T3/T4 정상화도 TRAb 감소에 비례하여 발생했다.

추가로 확인 가능한 특징은 바토클리맵 치료 중단 후 24주 이후인 48주차에도 80% 환자가 T3/T4 정상 수준에 머무르며 장기간 치료 유지 및 관해 효과가 확인되었다. 질병의 근본적인 치료제로의 가능성을 확인할 수 있는 부분이다.

이런 우수한 효능 데이터는 바토클리맵에만 한정해서 해석할 필요는 없다. 현재 IMVT-1402도 GD 적응증의 등록 임상 2b상 2개(고용량 52주 및 고용량 및 저용량 26주)를 동시 진행 중으로 27년 내 Top-Line 발표가 전망된다. 높은 IgG 감소율과 바토클리맵 부작용을 추가 개선한 IMVT-1402의 잠재력을 고려 할 시, IMVT-1402의 최초 승인 적응증이자 1차 치료제 Best in class 전망한다. 데이터 추가 분석 결과는 9월 11일 갑상선학회에서 포스터로 발표되었다.

TED 임상 3상 연내 예정,
경쟁약물 Tepezza 대비 안전
SC 투여 편의성도 장점

GD뿐만 아니라 시장성이 확보된 적응증인 TED(갑상선안병증) 등록 임상 3상 GO-1 탑라인 발표가 연내에 예정되어있다. 개발 단계 경쟁 약물인 아제넥스 비브가르트 PFS(사전 충전 주사)의 TED 3상 결과는 26년 하반기 공개 예정으로, 비브가르트 PFS 결과와 무관하게 상업화 허가 신청이 가능할 것으로 판단한다.

TED 적응증으로 FDA 승인받은 암젠의 Tepezza(항 IGF-1R, 정맥투여)는 심하면 영구 청력 손실에 이르는 부작용을 가지고 있어 약물 안전성 측면 미충족 수요가 존재하는 상황이다. 바토클리맵은 임상 2상에서 소수 환자에게 용량 의존적 고콜레스테롤혈증(LDL 상승) 및 알부민 저하가 발견되었는데 대부분 무증상이며 스타틴 병용요법으로 조절 가능하였다. 영구 청력 손실에 비해 관리 가능하며 비교적 리스크가 적은 부작용으로 장기 투여 환자에게 더 매력적인 선택지가 될 것으로 판단한다. IV 투여와 SC 투여의 편의성 차이도 약물 주요 선택 요인이다.

바토클리맵 갑상선안병증 등록 임상 3상(NCT05517421) 디자인

항목	내용
개요	임상 3상, 4중 블라인드, 위약 대조
환자	12개월 이내 증상 발병한 중증도~중증의 활동성 갑상선안병증 환자 중 갑상선 기능이 비교적 안정되었고 수술 혹은 방사선 치료가 필요 없는 환자
환자 수	약 100명
투약 방법	12주 x 680mg, QW, SC → 12주 x 340mg, QW, SC
임상 기간	32주(치료 기간 24주, 선별 및 후속 관찰 기간 포함)
주요 평가 변수	1차: 안구 돌출 반응 비율(안구 돌출(Proptosis) ≥ 2 mm 감소 환자 비율) 2차: CAS(임상활동점수), 삶의 질, 안구 영상학적 지표, TRAb/IgG 변화, 안전성 등

자료: clinical trials, 신한투자증권

갑상선안병증 테페자 3상 vs. 바토클리맵 2a상(PoC) 결과 요약

	테페자(Teprotumumab, OPTIC 3상)	바토클리맵 (ASCEND GO-1 2a상)
기전	항IGF-1R: TED 염증 반응 조절	항FcRn: 근본 원인인 IgG 및 TRAb 감소
환자	9개월 이내 증상 발병한 중증도~중증의 활동성 TED 갑상선 기능 안정화, 고용량 제외 스테로이드 치료 경험 가능	활동성 TED
투약 방법	24주 x 용량 x Q3W, IV (총 8회 투약) (첫 투약: 10mg/kg, 이후: 20mg/kg)	2주 x 680mg, QW, SC → 4주 x 340mg, QW, SC
Proptosis 개선(≥ 2 mm)	83%(vs. 10%)	43%
CAS 개선	0 또는 1 달성: 59%(기저 CAS ≥ 4)	2점 이상 개선: 57%
Diplopia(복시) 개선	68%(vs. 29%)	67%
TRAb/자가항체 변화	직접 제거 및 억제 불가	IgG: -64.8% TRAb: -56.7%
안전성 주요 이슈	청각 이상, 고혈당, 근육 경련 등 SAE 2건 발생	혈청 알부민 저하(치료 종료 시점에 정상화) SAE 미발생

자료: NEJM) Teprotumumab for the Treatment of Active Thyroid Eye Disease, Journal of the Endocrine Society) Volume 6 Pages A778-A779, 신한투자증권

저용량 투여에도 불구하고 암젠 테파자와 유사한 개선

테페자 임상 3상과 바토클리맵 임상 2a상을 비교하면 바토클리맵의 강점을 확인할 수 있다. 24주에 8회 투여한 테페자가 안구 돌출 및 CAS 점수 개선 지표가 우세하다. 그러나, Diplopia(복시, 물체가 두개로 보이는 현상) 개선은 바토클리맵이 6주에 6회(저용량 4회 포함) 투여에도 불구하고 유사한 개선 정도를 달성하며 시각 기능 개선의 잠재력을 입증하였다.

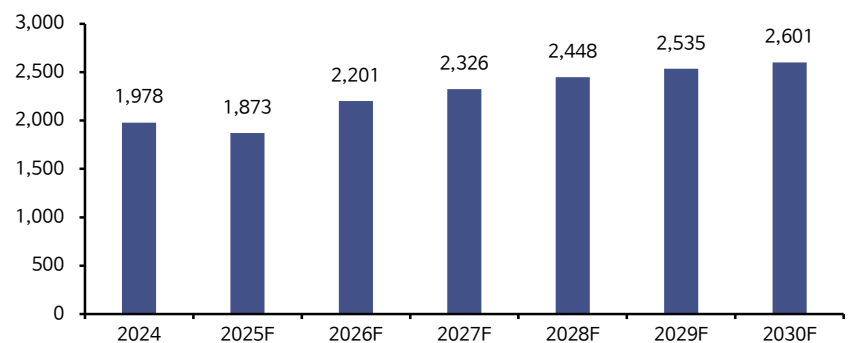
바토클리맵의 안구 돌출 개선 비중이 낮게 나온 것은 투약 기간과 기전의 차이로 해석될 수 있다. TED 환자에서 과발현 되는 TRAb이 갑상선 자극 호르몬 수용체(TSHR)를 자극하면 공동 발현된 IGF-1R에 의해 염증성 사이토카인 등이 분비된다. 이는 안구 조직의 부종 및 섬유화를 유발하고 안구 돌출, 복시 등의 TED 증상을 유발한다. 테페자는 이 중 IGF-1R을 차단하여 염증 반응을 빠르게 차단하는 데 유리하다.

반면, 바토클리맵은 TRAb을 포함한 자가항체를 직접 억제해 TED 염증 반응의 도화선을 제거하는 차별화된 방법이다. 전신의 TRAb 수준을 낮추기 때문에 체내 자가항체 부담이 감소하여 GD를 포함한 자가면역질환의 장기 재발 리스크가 낮아질 수 있다. 따라서, 투약 시기가 길어질수록 증상 추가 개선의 여지가 존재한다. 이번 등록 임상 3상의 24주차 데이터를 통해 확인할 수 있을 것이다.

안전성 측면에서도 바토클리맵이 우세하다. 테페자의 영구적 청각 손상 리스크 대비 바토클리맵의 일시적 LDL 상승 및 알부민 감소는 추가 약물 병용, 바토클리맵 중단 등으로 관리 가능하며 다시 정상화된다. 단기적 TED 성능 개선이 좋더라도 영구적 장애를 유발할 수 있는 위험이 있어 장기 투약이 필요한 환자에게 바토클리맵의 안전성 지표는 더욱 유의미하다.

암젠 테페자 매출 전망

(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

테페자는 20년 1월 최초 TED 치료제 승인 후 2년차인 21년에 16억달러를 판매하며 블록버스터로 등극했다. 24년에만 19.8억달러가 판매되었고, 30년까지 26억달러의 매출 성장이 전망된다. TED 시장성은 여전히 우상향 중이며 테페자 대비 안전성 측면 우위인 바토클리맵의 시장 진입 시 높은 매출 성장이 기대된다.

1401의 우수한 임상 데이터,
내년 발표되는 1402에서도
약물 능력 입증 계속될 것

IMVT-1402: 26년 초부터 상업화 등록 임상 결과 이어진다

바토클리맵이 gMG, GD, TED에서 경쟁사 대비 우세한 결과를 잇달아 입증하며 IMVT-1402(아이메로프로바트)에 대한 기대감이 더 증가하고 있다. 아이메로는 RA(류마티스 관절염), GD(그레이브스병), SjD(쇼그렌증후군) 등 글로벌 경쟁사가 지속적으로 실패한 적응증 및 gMG(전신 중증근무력증), CIDP(만성 다발성신경병증), CLE(피부 홍반성 루푸스) 등 총 6개 적응증에 대한 임상을 진행 중이다.

2026년부터 본격적으로 해당 적응증의 임상 3상 탑라인이 공개될 예정이다. 바토클리맵 상업화가 다소 지연됨에 따라 상업화로 곧 바로 이어질 수 있는 아이메로의 임상 결과가 더욱 중요해지는 시점이다. 특히, RA, GD, SjD, CLE 등 항FcRn 기전 First in class를 노릴 수 있는 적응증 결과에 주목 필요하다.

IMVT-1402(아이메로프로바트) 주요 임상 데이터 공개 일정

적응증	1H25	2H25	1H26	2H26	2027	2028
Lupus	임상 2상: CLE(피부 홍반 루푸스) PoC (고용량/위약 블라인드 12주 + 고용량 14주 + 고용량/저용량 블라인드 26주) 2026년 이내 초기 Top-Line 발표			-	-	-
D2T RA (First/Best in class)	등록 임상 2b/3상: ACPA 양성 난치성 류마티스 관절염 기존 치료법 불응 환자 대상 (고용량 16주 + 고용량/저용량/위약 블라인드 12주) 고용량 오픈라벨 16주 중간결과 1H26 발표 예상			-	-	-
gMG (Best-in-class)	등록 임상 3상: AChRAb+, MusK+, LRP4+ 환자 대상 (투여 12주 + 유지 14주) 2027년 Top-Line 발표 (Best-in-class)					-
GD (First/Best in class)	등록 임상 2b상: 2개(고용량: 52주, 고용량 및 저용량: 26주) 동시 진행 ATD 치료 불응 환자 대상 유효성 평가 2027년 이내 Top-Line 발표 및 IMVT-1402 최초 승인 적응증 전망(First/Best-in-class)					-
CIDP (Best-in-class)	등록 임상 2b상: 면역글로불린 및 스테로이드 치료 불응 환자 대상 (24주, 600mg) 2028년 Top-Line 발표 (Best-in-class)					
SjD (First/Best in class)	등록 임상 2상: 침샘/눈물샘 만성 염증이 발생하는 1차 환자 대상 (1차 분석: 24주 + 2차 분석: 24주) 2028년 Top-Line 발표 및 IMVT-1402 최초 승인 적응증 가능성					

자료: 로이반트, 아제넥스, 신한투자증권

한올바이오파마/이뮤노반트 주요 적응증 별 유병률 및 환자 수

적응증	유병률	10만명 당 환자 수	국가
MG(중증근무력증)	0.0140%	14명	유럽
	0.0200%	20명	미국
CIDP(다발성신경병증)	0.0070%	7명	유럽
	0.0100%	10명	미국
RA(류마티스 관절염)	0.0455%	45.5명	유럽
	0.0650%	65명	미국
SjD(쇼그렌 증후군)	0.0560%	56명	유럽
	0.0800%	80명	미국
GD(그레이브스병)	0.0203%	20.3명	유럽
	0.0290%	29명	미국
CLE(홍반성 루푸스)	0.0182%	18.2명	유럽
	0.0260%	26명	미국

자료: 시장조사기관, 신한투자증권

First-in-class 기대, 류마티스 관절염

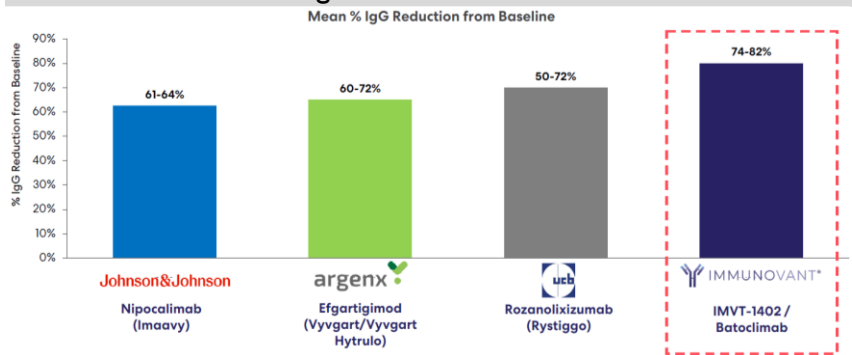
경쟁약물 J&J 니포칼리맵
RA 2a상 유의성 확보 실패
IgG 감소율 낮은 것이 주 원인

류마티스 관절염(RA)은 시장 규모와 개발 속도에서 가장 기대가 큰 적응증이다. 올해 연말 임상 2b상 본격 개시, 2026년 상반기에 중간 결과, 2027년 상반기에 타이라인 공개 및 2028년 승인의 타임라인 예상된다. 항FcRn 기전 중 J&J의 니포칼리맵이 RA 적응증 개념입증(PoC) 임상 2a상을 진행 중이었으나 항TNF 단독 대비 병용요법의 임상적 효과 달성에 실패하며 개발 중단하였다. 1402의 기전 First in class가 유력하다고 판단한다.

니포칼리맵은 TNF 치료 불응 RA를 대상으로 단독요법 2a상을 진행하였는데 1차 지표인 12주차 DAS28-CRP 변화에서 위약 대비 통계적 유의성 확보에 실패하였다. 항FcRn 계열 약물 중 가장 낮은 수준의 IgG 감소율을 가짐에 따라, IgG 및 ACPA 감소 정도가 부족한 것이 주 이유로 판단한다. 반면, 1402는 바토클리맵을 통해 니포칼리맵 대비 10%p 이상 높은 IgG 감소율이 확인되었다. CRP 등 유효성 확인 시 동사는 아제넥스만큼의 시가총액도 가능하다고 판단한다.

동종계열 중 이뮤노반트 약물
IgG 감소율 최고 결과 달성
RA에서도 유효성 확인 전망

항FcRn 경쟁 약물 대비 높은 IgG 감소율



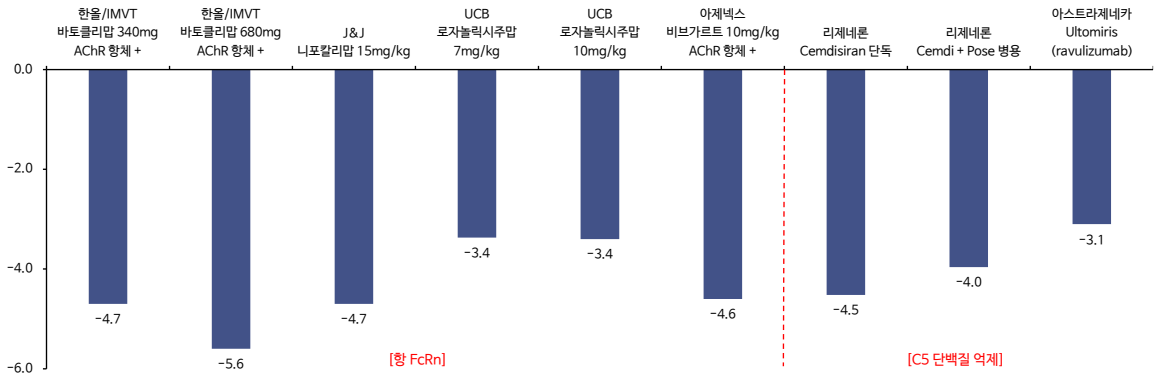
자료: 로이반트, 신한투자증권

IMVT-1402 난치성 류마티스 관절염(D2T RA) 임상 2b상 (NCT06754462) 디자인

항목	내용
개요	임상 2b상, 위약 대조, 무작위-치료중단(Randomized Withdrawal)
환자	ACPA 양성인 난치성 류마티스 관절염 환자 중 최소 2~3개의 생물학적 또는 표적 합성 항류마티스 약물(DMARD) 치료에 불응한 환자
환자 수	120명(추정)
투약 방법	유도기: 초기 16주간, IMVT-1402 600 mg, QW, SC 투여 (오픈라벨) → 유지기: 16주차 ACR20 임상반응을 달성한 환자들을 1:1:1로 무작위 재배정 IMVT-1402 600 mg, IMVT-1402 300 mg 또는 위약, QW, SC를 12주 추가 투여 (블라인드).
임상 기간	치료기간: 28주(유도 16주 + 유지 12주).
예상 마일스톤	1H26: 유도 16주 중간 결과 발표
주요 평가 변수	1차: 28주차 ACR20 반응 유지율(유도기 말 반응자의 유지기 종료까지 반응 유지 비율) 2차: 16주 및 28주 시점의 추가 임상 지표(ACR50/70 반응률, DAS28-CRP 변화), 혈청 IgG 및 ACPA 감소량, 안전성 등

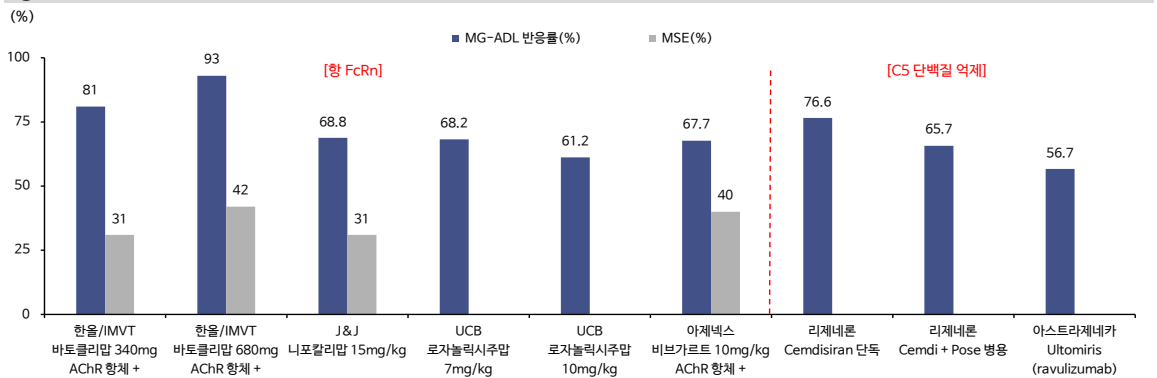
자료: clinical trials, IMVT, 신한투자증권

gMG 치료제 MG-ADL 개선 비교



자료: clinical trials, 한올바이오파마, 신한투자증권

gMG 치료제 MG-ADL 반응률 및 MSE 비교



자료: clinical trials, 한올바이오파마, 신한투자증권

주) MG-ADL 반응률 기준 = 항FcRn: MG-ADL 2점 이상 개선, C5 단백질 억제: MG-ADL 3점 이상 개선 / 부재한 값은 미상

한올/IMVT 바토클리맵 vs. 아제넥스 비브가르트 글로벌 3상 비교

약물(기업)	바토클리맵(IMVT)		비브가르트(아제넥스)	비브가르트(아제넥스)
임상	NCT05403541		NCT03669588	NCT06298552
모집 조건	MG-ADL ≥ 5		MG 진단 임상적 기준 충족	AChR 음성
주요 평가변수	AChR 항체 양성 MG-ADL 점수 변화		AChR 항체 양성 MG-ADL 점수 변화	AChR 음성 MG-ADL 점수 변화
측정 기준일: 투약 수	12주차: 12회		9주차(63일차): 4회	4주차(29일차): 4회
용량	유도12주: 340mg, QW 유지: 340mg, QW or Q2W	유도 12주: 680mg, QW 유지: 340mg, QW or Q2W	투약 3주: 10mg/kg, QW → 이후 5주간 관찰기	(파트 A) 비브가르트 혹은 위약 3주 (파트 B) 모두 비브가르트
MG-ADL 변화	-4.7	-5.6	-4.6	1차 평가변수 충족
위약군	-3.6		-1.8	-
MG-ADL 반응률(%)	81	93	67.7	미상
위약군(%)	미상		29.7	
MSE (%)	31 (MSE 유지: 39)	42 (MSE 유지: 75)	40	
위약군(%)	7 (MSE 유지: 0)		11.1	
IgG 감소율 (%)	64	74	61	

자료: clinical trials, 한올바이오파마, 신한투자증권

주) AChR: 아세틸콜린 항체, MG-ADL 반응 기준: MG-ADL 점수 개선 2점 이상, MSE: MG-ADL의 0점 혹은 1점 달성

임상 단계 항FcRn 니포칼리맵 및 로자놀릭시주맵 글로벌 3상 비교

약물(기업)	니포칼리맵 (J&J)	로자놀릭시주맵 (UCB)	
임상	NCT04951622	NCT03971422	
모집 조건	MG-ADL ≥ 6	MG-ADL ≥ 3 , 아세틸콜린 수용체(AChR) 또는 근육 특이 키나제(MuSK) 양성	
주요 평가변수	MG-ADL 점수 변화	MG-ADL 점수 변화	
측정 기준일: 투약 수	22주차 ~ 24주차: 11~12회	6주차(43일차): 6회	6주차(43일차): 6회
용량	첫 투약: 30mg/kg → 유지 용량: 15mg/kg, Q2W, IV	투약 기간 6주: 7mg/kg, QW → 이후 8주간 관찰기	투약 기간 6주: 10mg/kg, QW → 이후 8주간 관찰기
MG-ADL 변화	-4.7	-3.37	-3.4
위약군	-3.25	-0.78	
MG-ADL 반응률(%)	68.8	68.2	61.2
위약군(%)	52.6	28.4	
MSE (%)	31	미상	미상
위약군(%)	13	미상	
IgG 감소율 (%)	69	71	78

자료: clinical trials, 신한투자증권

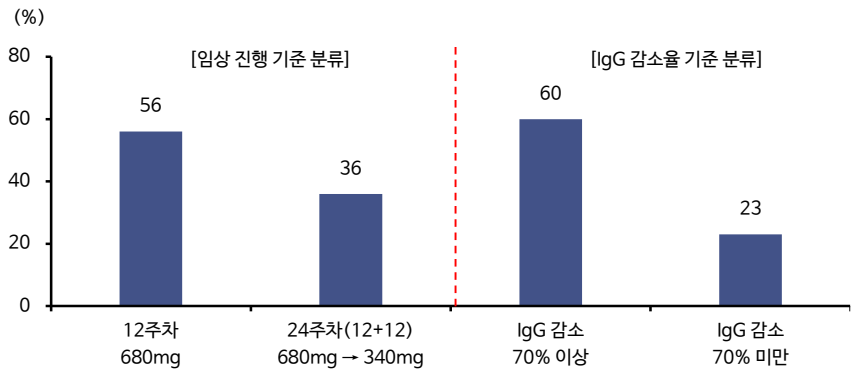
C5 단백질 억제 기전 gMG 치료제 임상 비교

	Cemdisiran (리제네론)		Ultomiris(아스트라제네카)	Gefurulumab(아스트라제네카)
기전	C5 단백질 억제 siRNA 치료제		C5 단일클론 항체	C5 억제 이중 나노바디
임상	NCT05070858		NCT03920293	NCT05556096
모집 조건	MG-ADL ≥ 6 AChR 항체 양성 혹은 LRP4 항체 양성		MG-ADL ≥ 6	AChR 항체 양성
주요 평가변수	MG-ADL 점수 변화		MG-ADL 점수 변화	MG-ADL 점수 변화
측정 기준일: 투약 수	24주차: 2회	24주차: 6회	26주차: 4회	26주차
용량	Cemdisiran 단독: 600mg, Q12W	Cemdi-Pose 병용: Cemdisiran + Pozelimab 각 200mg, Q4W	첫 투약: 체중 별 2,400 ~ 3,000mg → 15일 후: 3,000 ~ 3,600mg, Q8W,	첫 투약: 체중 별 초기 부하 용량 → 8일 후: 체중 별 유지용량, QW, SC
MG-ADL 변화	-4.52	-3.96	-3.1	통계적으로 유의미한 개선
위약군	-2.22		-1.4	미상
MG-ADL 반응률(%)	76.6	65.7	56.7	미상
위약군(%)	44.1		34.1	

자료: clinical trials, 리제네론, 아스트라제네카, 신한투자증권

주) MG-ADL 반응 기준: MG-ADL 점수 개선 3점 이상

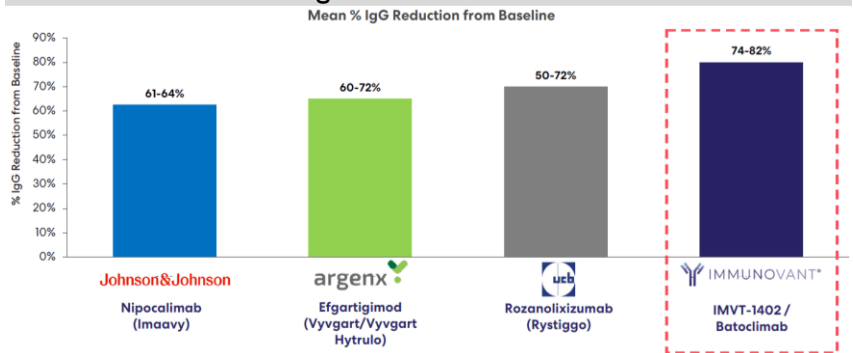
바토클리맵 그레이브스병 PoC 임상 2a상 무약물 관해 지표



자료: 로이반트, 신한투자증권

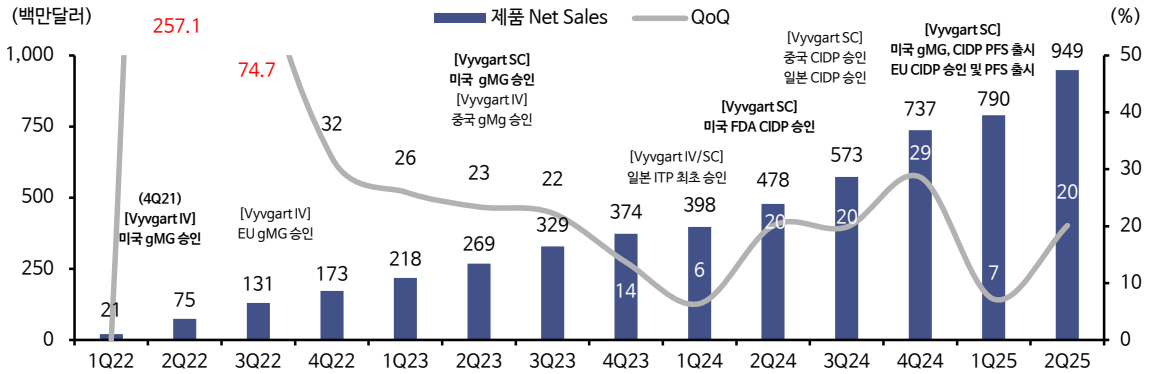
주) 무약물 관해: ADT(항 갑상선제)를 복용하지 않으면서 T3 및 T4 수치가 정상화된 환자

항FcRn 경쟁 약물 대비 높은 IgG 감소율



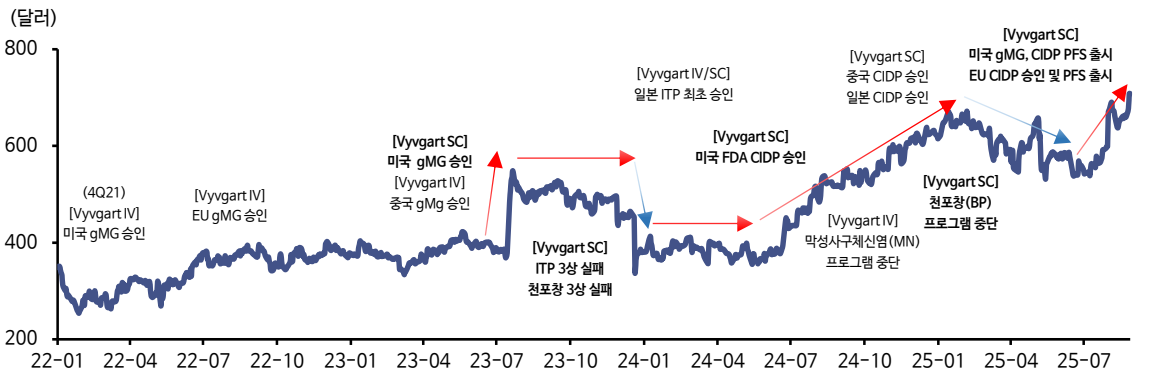
자료: 로이반트, 신한투자증권

아제넥스 분기 별 매출 추이 및 주요 이벤트



자료: 아제넥스 2Q25 Report, 신한투자증권

아제넥스 Vyvgart 미국 승인 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 아제넥스, 신한투자증권

한올바이오파마 R&D 파이프라인

Area	Project code	Indication	Preclinical	Phase 1	Proof-of-Concept	Pivotal	BLA/NDAs Review	Partners
Immunology	Batoclimab	중증근무력증 (MG)					(US/EU/Japan) (China)	IMMUNOVANT HARBOUR
		갑상선안병증 (TED)					(China) (US/EU/Japan)	IMMUNOVANT HARBOUR
		그레이브스병 (GD)					(Germany)	IMMUNOVANT
		만성염증성다발성신경병증 (CIDP)					(US/EU)	IMMUNOVANT
	Imeroprubart (IMV-1402)	그레이브스병 (GD)					(US/EU)	IMMUNOVANT
		류마티스관절염 (ACPA+ D2T RA)					(US/EU)	IMMUNOVANT
		중증근무력증 (MG)					(US)	IMMUNOVANT
		만성염증성다발성신경병증 (CIDP)					(US)	IMMUNOVANT
		소그현증후군 (SjD)					(US)	IMMUNOVANT
		피부통반성루푸스 (CLE)					(US)	IMMUNOVANT
Area	Project code	Indication	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	BLA/NDAs Review	Partners
Ophthalmology	Tanfanercept (HL036)						(US)	DAEWOOONG HARBOUR
Neurology	HL192	파킨슨병 (PD)					(Canada)	NURRON DAEWOOONG

자료: 한올바이오파마, 신한투자증권

글로벌 항FnRn 치료제 개발 현황

적응증	IMVT/한올	Argenx	J&J	UCB
그레이브스병 (GD)	0			
류마티스 관절염 (RA)	0			
중증근무력증 (gMG)	0	0	0	0
만성염증탈수초다발신경병증 (CIDP)	0	0	0	
갑상선안병증 (TED)	0			
쇼그렌 증후군 (SjD)	0	0	0	
피부 홍반성 루푸스 (CLE)	0			
면역성 혈소판감소증 (ITP)	0	0	0	
면역 매개성 근육 질환 (INM or IIM), 항합병소근증후군 (ASyS), 당뇨병 (DM)		0		
루푸스 신염 (LN)		0	0	
전신경화증 (SSc)	0	0		
항체 매개 내성 (AMR)		0	0	
항체성 신경근육접합 (SN-MG)			0	
안구 중증근무력증 (oMG)	0	0		
자가면역성 간염 (AIH)			0	
수포성 유사천포창 (BP)		0		
천포창 (PV)		0		
전신 홍반성 루푸스 (SLE)			0	
온난 자가면역 용혈성 빈혈 (wAIHA)			0	
태아 및 신생아 동중면역 혈소판 감소증 (FNAIT)			0	
태아신생아 용혈성 질환 (HDFN)			0	
천식			0	
중증 호산구증후군 (SFS)				0
중추신경계 탈수초 질환 (MOG)				0

자료: 한올바이오파마, 신한투자증권

IMVT-1402 그레이브스병(GD) 임상 2b상 (NCT06727604) 디자인

항목	내용
개요	임상 2b상(등록임상), 무작위, 위약대조 (동일 설계의 2개 Pivotal 임상 동시 진행)
환자	항갑상선제(ATD) 치료 불응해 지속적 갑상선기능항진 상태인 활동성 GD 환자 중 높은 갑상선자극호르몬 수용체 항체 (TRAb) 양성을 띄며 ATD 투여 12주 후에도 갑상선기능 비정상인 환자 대상
환자 수	240명(추정, 시험 당)
투약 방법	실험군 1: 52주간, IMVT-1402, 600mg, QW, SC 실험군 2: 26주간, IMVT-1402, 600mg, QW, SC 투여 → 26주차 평가에 따라 용량 지속 또는 위약 전환(블라인드) 위약군: 52주간 위약 투여 모든 환자는 ATD 용량을 점진 감소 및 중단하며 갑상선 수치 모니터링
임상 기간	치료기간: 52주 + 관찰기간: 최대 52주 (약물 투여 없이 재발 여부 평가)
예상 마일스톤	2027년 이내: Top-Line 발표, IMVT-1402 최초 승인 적응증 전망(First/Best-in-class)
주요 평가 변수	1차: 26주차, 정상 갑상선기능(혈중 T3/T4 정상화) 달성 및 ATD 완전 중단 성공 환자 2차: 52주차, ATD 완전 중단 상태 유지 성공률(지속적인 정상갑상선 기능 유지 비율) 및 TRAb 혈청 음성 환자. 78주차 및 104주차, ATD 및 1402 중단 후 갑상선 기능 정상 유지

자료: clinical trials, IMVT, 신한투자증권

IMVT-1402 피부홍반루푸스(CLE) 임상 2b상 (NCT06980805) 디자인

항목	내용
개요	임상 2b상, 무작위, 위약 대조
환자	성인 활동성 아급성 또는 만성 피부 홍반 루푸스(SCLE/CLE) 환자 중 CLASI-A 점수 ≥ 10 , 기존 치료에 불충분한 반응을 보이며 자가항체 양성인 환자
환자 수	56명(추정)
투약 방법	기간1: 12주간, IMVT-1402 600mg 또는 위약, QW, SC → 기간2: 14주간, IMVT-1402 600mg QW, SC, → 기간3: 26주간, IMVT-1402 300mg 또는 600mg, QW, SC (재무작위 배정)
임상 기간	67주: 치료기간 52주 + 선별/추적 관찰
예상 마일스톤	2026년 이내: 초기 Top-line 발표
주요 평가 변수	1차: 12주차 위약 대비 피부 병변 활성도 지표 개선(CLASI-A 점수, 50% 이상 개선 비율) 2차: 질병활동 반응율, 삶의 질 개선, 혈중 자가항체(ANA, 항-dsDNA 등) 변화, 안전성 등

자료: clinical trials, IMVT, 신한투자증권

IMVT-1402 중증근무력증(gMG) 임상 3상 (NCT07039916) 디자인

항목	내용
개요	임상 3상, 무작위, 위약 대조
환자	AChR 양성, MuSK 양성 및 LRP4 양성 중증근무력증 환자 중 중등도-중증이며 MG-ADL 점수 ≥ 6 인 성인 환자
환자 수	231명(추정)
투약 방법	실험 코호트: 12주간, IMVT-1402, QW, SC → 14주간, IMVT-1402, QW, SC (용량군 2개) 위약 코호트: 12주간, 위약, QW, SC → 14주간, IMVT-1402, QW, SC 치료 종료 후 필요시 장기 연장(오픈라벨) 진행 가능
임상 기간	치료기간: 26주
예상 마일스톤	2027년 이내: Top-line 발표(Best-in-class 데이터 기대)
주요 평가 변수	1차: 12주차, 항체 양성 참가자의 MG-ADL 점수 변화, MG-ADL 반응율(2점 이상 개선) 2차: 12주차, 항체 양성 참가자의 QMG(정량적 중증 근무력증 점수), MG-ADL 0 또는 1 달성 환자 및 MG-ADL 점수 50% 이상 개선된 환자 등

자료: clinical trials, IMVT, 신한투자증권

IMVT-1402 만성 염증성 탈수초 다발신경병증(CIDP) 임상 2b상 (NCT07032662) 디자인

항목	내용
개요	임상 2b상, 무작위, 위약대조: 1차 치료 기간(24주) 이후 모든 환자 52주 오픈라벨 연장 치료
환자	안정 용량의 IVIg(정맥 면역글로불린) 또는 스테로이드를 최소 3개월간 받았음에도 충분한 치료 반응을 얻지 못하는 재발완화형 CIDP 환자
환자 수	162명(추정)
투약 방법	기간 1: 24주간, IMVT-1402, 600mg 또는 위약(블라인드) → 임상 반응(신경기능 개선) 평가 기간 2: 52주간, 모든 참가자, IMVT-1402, 600mg (오픈라벨)로 장기 유효성 관찰
임상 기간	최대 76주: 24주(블라인드)+ 52주(오픈라벨, 연장)
예상 마일스톤	2028년 이내: Top-line 발표(Best-in-class 데이터 기대)
주요 평가 변수	1차: 24주차, 임상적 개선 반응(aiNCAT 점수 1점 이상 미증가) 2차: 연장 기간 치료 유지 효과(치료 중단 후 악화까지 시간 등), 기능 척도 변화, IVIg 치료 중단율, 안전성 등

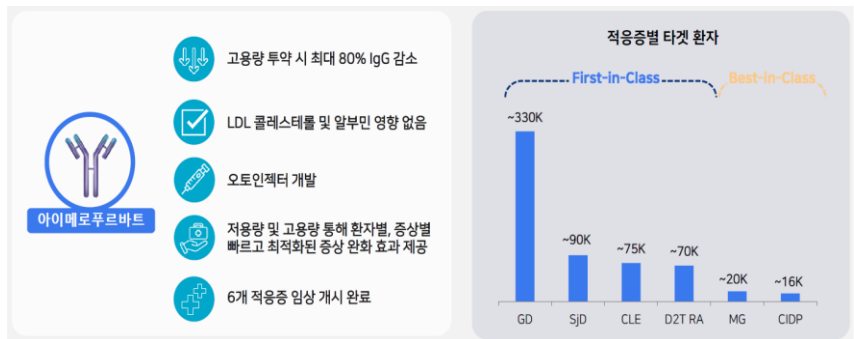
자료: clinical trials, IMVT, 신한투자증권

IMVT-1402 쇼그렌증후군(SjD) 임상 2b상 (NCT06979531) 디자인

항목	내용
개요	임상 2b상, 무작위, 위약대조(2개 용량군 병행 평가), 1차 평가 반응자 한정 추가 연장 치료
환자	전신 원발성 쇼그렌증후군 환자 중 최소 12개월 동안 질병을 앓았고 SSA/Ro 자가항체 양성이며 dinESSDAI 점수 ≥ 5 (중등도에서 중증)인 환자
환자 수	180명(추정)
투약 방법	기간 1: 24주간, IMVT-1402 300mg, 600mg, 위약, QW, SC (모두 블라인드) 기간 2: 24주간, dinESSDAI 점수 4점 이상 개선 반응자만 동일 약물 연장 투여(블라인드) (비반응자는 조기 종료)
임상 기간	최대 57주: 1차 투여 24주 + 연장 투여 24주 + a
예상 마일스톤	2028년 이내: Top-Line 발표, IMVT-1402 최초 승인 적응증 전망
주요 평가 변수	1차: 24주차, 질병 활성도 변화(dinESSDAI 베이스라인 대비 변화량으로 평가) 2차: 48주 시점 dinESSDAI 변화(장기 효과), 타 장기 활성도 지표 및 환자 보고 개선 정도(EULAR ESPRI 등), 타액 분비량 변화, 면역글로불린 감소량, 안전성

자료: clinical trials, IMVT, 신한투자증권

아이메로푸르바트(IMVT-1402) 특징 및 타겟 환자



자료: 한올바이오파마, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	239.7	212.9	218.2	245.3	312.0
유동자산	113.6	85.4	93.6	122.9	191.5
현금및현금성자산	33.7	16.4	19.8	42.1	103.4
매출채권	15.6	15.3	16.6	18.3	20.2
재고자산	32.4	37.7	40.7	45.0	49.6
비유동자산	126.2	127.5	124.6	122.3	120.5
유형자산	18.1	17.0	14.3	12.0	10.1
무형자산	32.6	51.8	51.5	51.1	50.8
투자자산	59.6	44.4	44.7	45.0	45.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	53.5	44.5	48.1	53.1	58.3
유동부채	37.7	34.7	37.5	41.5	45.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	11.3	10.7	11.5	12.8	14.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.9	9.8	10.5	11.6	12.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	186.2	168.4	170.1	192.2	253.6
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	115.0	116.8	116.8	116.8	116.8
기타자본	(7.8)	(7.4)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
기타포괄이익누계액	21.5	6.4	6.4	6.4	6.4
이익잉여금	31.4	26.5	28.3	50.3	111.8
지배주주지분	186.2	168.4	170.1	192.2	253.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
*순차입금(순현금)	(55.2)	(23.3)	(26.6)	(48.9)	(110.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	29.6	9.4	3.4	22.6	61.4
당기순이익	3.5	(1.8)	1.8	22.1	61.4
유형자산상각비	3.0	2.9	2.8	2.3	1.9
무형자산상각비	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
외화환산손실(이익)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.2)
운전자본변동	20.2	3.5	(1.4)	(2.0)	(2.1)
(법인세납부)	(1.0)	(0.8)	1.0	11.8	34.9
기타	3.6	4.7	(1.4)	(12.2)	(35.3)
투자활동으로인한현금흐름	(11.9)	(27.5)	0.3	0.2	0.2
유형자산의증가(CAPEX)	(2.4)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(6.8)	(21.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(2.7)	(4.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
기타	0.0	(0.4)	0.4	0.4	0.4
FCF	13.0	(2.8)	3.7	22.3	59.9
재무활동으로인한현금흐름	(0.8)	0.8	0.1	0.1	0.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.8)	0.8	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.4)	(0.3)	(0.5)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	16.9	(17.3)	3.3	22.5	61.2
기초현금	16.8	33.7	16.4	19.7	42.2
기말현금	33.7	16.4	19.7	42.2	103.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

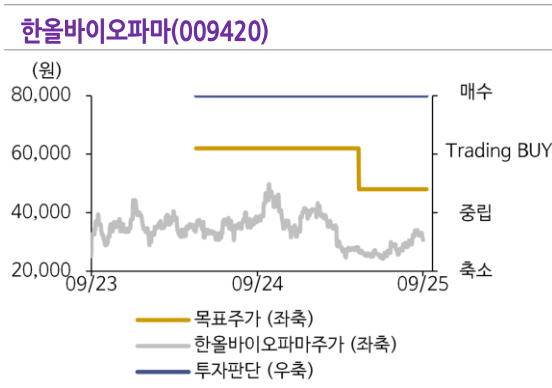
12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	134.9	138.9	150.1	166.0	182.7
증감률 (%)	22.7	3.0	8.0	10.6	10.0
매출원가	59.7	65.6	68.5	68.3	68.0
매출총이익	75.2	73.3	81.6	97.6	114.7
매출총이익률 (%)	55.7	52.8	54.3	58.8	62.8
판매관리비	73.0	73.1	80.3	87.1	88.3
영업이익	2.2	0.2	1.3	10.5	26.3
증감률 (%)	46.9	(89.6)	452.3	728.8	149.4
영업이익률 (%)	1.6	0.2	0.8	6.4	14.4
영업외손익	1.0	(0.4)	(0.4)	(0.3)	0.2
금융손익	2.6	0.3	0.3	0.5	1.0
기타영업외손익	(1.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
중속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
세전계속사업이익	3.2	(0.2)	0.8	10.3	26.5
법인세비용	(0.3)	1.6	(1.0)	(11.8)	(34.9)
계속사업이익	3.5	(1.8)	1.8	22.1	61.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.5	(1.8)	1.8	22.1	61.4
증감률 (%)	1,295.2	작전	흑전	1,136.2	178.5
순이익률 (%)	2.6	(1.3)	1.2	13.3	33.6
(지배주주)당기순이익	3.5	(1.8)	1.8	22.1	61.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	15.5	(19.9)	1.8	22.1	61.4
(지배주주)총포괄이익	15.5	(19.9)	1.8	22.1	61.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	5.5	3.4	4.4	13.2	28.5
증감률 (%)	19.7	(38.6)	30.6	200.5	116.7
EBITDA 이익률 (%)	4.0	2.4	2.9	7.9	15.6

주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	67	(35)	34	422	1,176
EPS (지배순이익, 원)	67	(35)	34	422	1,176
BPS (자본총계, 원)	3,565	3,223	3,257	3,679	4,855
BPS (지배지분, 원)	3,565	3,223	3,257	3,679	4,855
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	659.6	(1,118.7)	917.7	74.2	26.7
PER (지배순이익, 배)	659.6	(1,118.7)	917.7	74.2	26.7
PBR (자본총계, 배)	12.4	12.0	9.6	8.5	6.5
PBR (지배지분, 배)	12.4	12.0	9.6	8.5	6.5
EV/EBITDA (배)	413.9	595.6	368.1	120.8	53.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.0	2.4	2.9	7.9	15.6
영업이익률 (%)	1.6	0.2	0.8	6.4	14.4
순이익률 (%)	2.6	(1.3)	1.2	13.3	33.6
ROA (%)	1.5	(0.8)	0.8	9.5	22.1
ROE (지배순이익, %)	2.0	(1.0)	1.1	12.2	27.6
ROIC (%)	5.6	(0.3)	2.9	23.9	63.8
안정성					
부채비율 (%)	28.7	26.5	28.2	27.6	23.0
순차입금비율 (%)	(29.6)	(13.8)	(15.6)	(25.4)	(43.4)
현금비율 (%)	89.6	47.2	52.7	101.6	226.6
이자보상배율 (배)	34.6	3.2	16.6	131.3	309.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.4	5.9	5.4	5.5	5.5
재고자산회수기간 (일)	77.9	92.1	95.4	94.3	94.5
매출채권회수기간 (일)	57.2	40.7	38.8	38.4	38.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 05월 25일		커버리지제외	-	-
2024년 05월 14일	매수	62,000	(39.7)	(19.7)
2024년 11월 15일		6개월경과	(44.1)	(30.2)
2025년 05월 08일	매수	48,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 엄민용, 윤석현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 24일 기준)

매수 (매수)	89.71%	Trading BUY (중립)	7.00%	중립 (중립)	3.29%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------