

한올바이오파마 (009420)

전세계 최초 성공, 1등을 사라

2026년 5월 29일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	130,000 원 (신규)
✓ 상승여력	108.0%	✓ 현재주가 (5월 28일)	62,500 원

신한생각 전세계 최초 D2T RA 성공, 예상 로열티 수익 집중할 때

난치성 류마티스관절염(D2T RA)에서 항FcRn* 기전으로 전세계 최초 성공. J&J 니포칼리맵이 도전했다가 임상 철회, 75조원 시가총액의 아제넥스(ARGX) 비브가르트도 유효성 부족으로 시도조차 못한 적응증. IMVT-1402는 Best & First-in-class로 2027년 추가 임상 결과 고무적. 2032년 D2T RA 제외된 매출 전망 만으로 51억달러 이상 예상. Mid-teens 로열티 수령 시 1조원 규모 가능. 이뮤노반트 빅파마 M&A 논의 본격화 기대

동종계열 최고, 최초 약물로 시장 장악할 임상 결과

IMVT-1402는 류마티스관절염(RA) 주요지표에서 빅파마 J&J 니포칼리맵 대비 상대 개선율이 ACR20* 72.7% vs. 45.5%, ACR50 54.5% vs. 15.2%, ACR70 35.8% vs. 12.1%로 모두 J&J 대비 2~3배 우위 확보

최근 아제넥스는 TED, MN, 천포창, ITP 무려 4개 적응증 확장 임상 모두 연속 실패. 그럼에도 MG, CIDP 2개 적응증만으로 2025년 42억달러 매출. IMVT-1402는 아제넥스 및 J&J 대비 완벽한 유효성 우위 확보해 아제넥스가 실패한 모든 적응증에서 유일하게 유효성 확보 및 시장 장악 전망

IMVT는 GD, D2T RA, CLE 등 3개 적응증에서 최초이자 유일 승인 전망. 항FcRn으로 IgG* 감소율 80% 달성 가능한 유일한 치료제. FcRn으로 재 활용되는 IgG 항체는 40~50%로 이미 최대 감소율 수준, Saturation(포화) 상태. 후발주자의 더 높은 IgG 감소 달성 및 시장 진입 어렵다고 판단

Valuation & Risk: 급등으로 일부 차익실현 예상되나 장기적 상승 전망

보수적 가정으로 목표주가 130,000원 제시, 코스피 최신평가주 및 강력 매수 추천. 미국 CMS 가이드라인에 따라 13년간 약가 보호돼 약가 인하 우려 없고 2043년까지 특허 보호. 하반기 예정된 D2T RA 최종 결과 주목

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	138.9	0.2	(1.8)	-	(1.0)	12.0	595.6	-
2025	155.2	(0.9)	(5.6)	-	(3.4)	14.1	866.7	-
2026F	168.0	3.6	(3.8)	-	(2.4)	20.7	461.5	-
2027F	177.2	5.0	(1.2)	-	(0.8)	20.8	417.6	-
2028F	198.0	5.6	0.0	-	0.0	20.8	413.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[계약/바이오]

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

윤석현 연구원

✉ sh.yun@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	신규

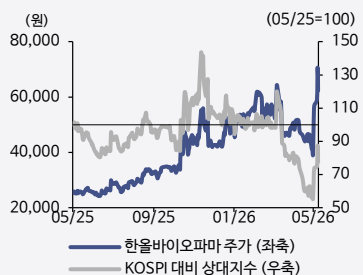
시가총액	3,265.0 십억원
발행주식수(유동비율)	52.2 백만주(66.2%)
52주 최고가/최저가	70,700 원/24,250 원
일평균 거래액 (60 일)	25,561 백만원
외국인 지분율	5.1%

주요주주 (%)

대용제약 외 2 인	31.2
국민연금공단	10.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	21.4	1.3	147.5	48.1
상대	(1.5)	(22.7)	(19.3)	(22.0)

주가



항FcRn: 항체 수명을 늘리는 FcRn 단백질질을 억제해 IgG 항체 재활용을 막는 기전

ACR20/50/70: 류마티스관절염 치료 반응 지표, 관절 압통 및 부종 등 증상이 각각 20%, 50%, 70% 개선된 환자 비율

IgG: 자가면역질환을 유발할 수 있는 항체

Valuation

한올바이오파마 SOTP Valuation – Bull case

	구분	값 단위	설명
bull case	① 영업가치	166 억원	26년 Fwd EBITDA * 중소형 제약사 12M Fwd EV/EBITDA (JW중외, 동국제약, 한인제약, 종근당)
	② 비영업가치	119,706 억원	
	IMVT-1402	119,706 억원	미국, 유럽 시장만 적용, D2T RA 2028년 출시, 최대 점유율 30% (캐나다, 멕시코, 중동, 북아프리카, 중남미, 아시아 제외) 임상 성공률 44.6%: MG, RA, CIDP 등 유효성 일부 확인되었으나 희귀 질환 2상 → 3상 임상 성공률 적용해 보수적으로 추정한 가치
	③ 순차입금	103 억원	2026년 예상 순차입금
	④ 주주가치	119,770 억원	
	⑤ 유통주식수	50,780 천주	
	⑥ 적정주가	235,861 원	
	⑦ 목표주가	236,000 원	

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

한올바이오파마 SOTP Valuation – Base case (적용)

	구분	값 단위	설명
bull case	① 영업가치	166 억원	26년 Fwd EBITDA * 중소형 제약사 12M Fwd EV/EBITDA (JW중외, 동국제약, 한인제약, 종근당)
	② 비영업가치	64,598 억원	
	IMVT-1402	64,598 억원	1) 미국, 유럽 시장만 적용, D2T RA 2028년 출시, 최대 점유율 15% (캐나다, 멕시코, 중동, 북아프리카, 중남미, 아시아 제외) 2) 임상 성공률 44.6%: MG, RA, CIDP 등 유효성 일부 확인되었으나 희귀 질환 2상 → 3상 임상 성공률 적용해 보수적으로 추정한 가치
	③ 순차입금	103 억원	2026년 예상 순차입금
	④ 주주가치	64,661 억원	
	⑤ 유통주식수	50,780 천주	
	⑥ 적정주가	127,336 원	
	⑦ 목표주가	130,000 원	

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

한올바이오파마 SOTP Valuation – Bear case

	구분	값 단위	설명
Bear case	① 영업가치	166 억원	26년 Fwd EBITDA * 중소형 제약사 12M Fwd EV/EBITDA (JW중외, 동국제약, 한인제약, 종근당)
	② 비영업가치	41,886 억원	
	IMVT-1402	41,886 억원	1) 미국, 유럽 시장만 적용, D2T RA 2028년 출시, 최대 점유율 10% (캐나다, 멕시코, 중동, 북아프리카, 중남미, 아시아 제외) 2) 임상 성공률 44.6%: MG, RA, CIDP 등 유효성 일부 확인되었으나 희귀 질환 2상 → 3상 임상 성공률 적용해 보수적으로 추정한 가치
	③ 순차입금	103 억원	2026년 예상 순차입금
	④ 주주가치	41,950 억원	
	⑤ 유통주식수	50,780 천주	
	⑥ 적정주가	82,611 원	
	⑦ 목표주가	83,000 원	

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권

IMVT-1402 적응증 별 Valuation

IMVT-1402 MG, CIDP 시장 Valuation: 아제넥스 승인된 적응증으로 시장 점유율 최대 20% 가정										
항목	설명/가정	2021	...	2026E	2027E	2028E	2029E	...	2035E	2036E
유럽 인구(십만명)	10만명 당 유병률(명)	7,482		7,520	7,527	7,535	7,542		7,587	7,595
유럽 MG 환자(명)	14.0	104,755		105,280	105,385	105,491	105,596		106,231	106,338
유럽 CIDP 환자(명)	7.0	52,378		52,640	52,693	52,745	52,798		53,116	53,169
미국 인구(십만명)	10만명 당 유병률(명)	3,315		3,361	3,365	3,368	3,372	-	3,392	3,395
미국 MG 환자(명)	20.0	66,291		67,229	67,297	67,364	67,431		67,837	67,905
미국 CIDP 환자(명)	10.0	33,146		33,615	33,648	33,682	33,716		33,918	33,952
미국+유럽 환자(명)		256,570		258,764	259,023	259,282	259,541		261,102	261,363
Vyvgart MG 가능 환자(명)	30%	51,314		51,753	51,805	51,856	51,908		52,220	52,273
Vyvgart CIDP 가능 환자(명)	약가/매출	25,657		25,876	25,902	25,928	25,954		26,110	26,136
Vyvgart 총 가능 환자(명)		76,971		77,629	77,707	77,785	77,862		78,331	78,409
Vyvgart MG 매출(백만달러)				4,087	4,969	6,144	7,249		8,281	7,453
Vyvgart MG 환자수(명)				18,164	22,084	27,307	32,218		36,806	33,126
성장률(%)				38	22	24	18		(10)	(10)
Vyvgart CIDP 매출(백만달러)				1,866	2,323	2,789	3,186		4,125	3,919
Vyvgart CIDP 환자수(명)	약가/매출			8,293	10,324	12,396	14,160		18,332	17,416
성장률(%)				54	24	20	14		(5)	(5)
Vyvgart 약가(달러)		225,000		225,000	225,000	225,000	225,000		225,000	225,000
Vyvgart 매출(백만달러)		-		5,953	7,292	8,933	10,435		12,406	11,372
Vyvgart 처방 환자수(명)	약가/매출			26,458	32,409	39,702	46,378		55,138	50,541
성장률(%)				42	22	23	17		(8)	(8)
IMVT-1402 MG 매출(백만달러)	2028년 출시	-		-	-	108	324		489	274
IMVT-1402 CIDP 매출(백만달러)	2029년 출시	-		-	-	-	27		247	136
IMVT-1402 총 매출(백만달러)						108	351		737	410
IMVT-1402 약가(달러)		202,500		202,500	202,500	202,500	202,500		50,625	25,313
IMVT-1402 합산 매출(억원)	환율 1,400원	-		-	-	1,516	4,918		10,313	5,740
IMVT-1402 총 처방 환자(명)	약가/매출					535	1,735		14,551	16,199
한올바이오파마 로열티(억원)	high single ~ mid teens	-		-	-	114	369		1,547	4,305
EBIT(억원)	이익률	80%	-	-	-	91	295		1,238	3,444
FCF(억원)	법인세율	24%	-	-	-	69	224		941	2,618
PV 이자요소(%)	WACC	12%		100	89	80	71		36	32
PV(억원)		-		-	-	55	160		339	843
Time factor		0	...	0	1	2	3	...	9	10
Terminal growth	-3.5%									
Net present value				6,056						
Terminal value				5,247						
Total value(억원)				11,303						
성공확률 반영	44.6% BLA 제출			5,041						

자료: 신한투자증권

주) 모든 시나리오 동일 적용

IMVT-1402 GD, RA, SjD, CLE 시장 Valuation: First-in-class로 점유율 최대 15% 가정(Base case)

항목	설명	2021	...	2026E	2027E	2028E	2029E	...	2035E	2036E
유럽 인구(십만명)	10만명 당 유병률(명)	7,482		7,520	7,527	7,535	7,542		7,587	7,595
유럽 GD 환자(명)	20.3	151,895		152,656	152,809	152,962	153,115		154,036	154,190
유럽 D2TRA 환자(명)	40.0	299,301		300,800	301,101	301,402	301,704		303,518	303,822
유럽 SjD 환자(명)	56.0	419,021		421,121	421,542	421,963	422,385		424,926	425,351
유럽 CLE 환자(명)	18.2	136,182		136,864	137,001	137,138	137,275		138,101	138,239
미국 인구(십만명)	10만명 당 유병률(명)	3,315		3,361	3,365	3,368	3,372	-	3,392	3,395
미국 GD 환자(명)	29.0	96,123		97,482	97,580	97,678	97,775		98,363	98,462
미국 D2TRA 환자(명)	65.0	215,447		218,495	218,714	218,932	219,151		220,470	220,690
미국 SjD 환자(명)	80.0	265,166		268,917	269,186	269,455	269,725		271,347	271,619
미국 CLE 환자(명)	26.0	86,179		87,398	87,485	87,573	87,661		88,188	88,276
미국+유럽 GD 환자(명)	10%	24,802		24,914	25,014	25,039	25,064		25,240	25,265
미국+유럽 D2TRA 환자(명)	6%	30,885		31,033	31,158	31,189	31,220		31,439	31,471
미국+유럽 SjD 환자(명)	10%	68,419		68,728	69,004	69,073	69,142		69,627	69,697
미국+유럽 CLE 환자(명)	10%	22,236		22,337	22,426	22,449	22,471		22,629	22,651
이뮤노반트 처방 가능 환자(명)		146,341		147,602	147,749	147,897	148,045		148,935	149,084
IMVT-1402GD 매출(백만달러)	2028년 출시	-		-	-	88	176		2,691	3,175
IMVT-1402RA 매출(백만달러)	2030년 출시	-		-	-	-	-		2,235	2,717
IMVT-1402SjD 매출(백만달러)	2029년 출시	-		-	-	-	-		4,949	6,017
IMVT-1402CLE 매출(백만달러)	2030년 출시	-		-	-	-	-		1,169	1,610
IMVT-1402 총 매출(백만달러)						88	176		11,043	13,519
IMVT-1402 약가(달러)		202,500		202,500	202,500	202,500	202,500		50,625	25,313
6개 적응증 총 매출(백만달러)						196	527		11,780	13,929
6개 적응증 총 매출(억원)	환율 1,400원	-		-	-	2,745	7,377		164,920	195,004
한올바이오파마 로열티(억원)	high single ~ mid teens	-		-	-	206	1,107		24,738	29,251
EBIT(억원)	이익률	80%		-	-	165	885		19,790	23,400
FCF(억원)	법인세율	24%		-	-	125	673		15,041	17,784
PV 이자요소(%)	WACC	12%		100	89	80	71		36	32
PV(억원)		-		-	-	100	479		5,424	5,726
Time factor		0	...	0	1	2	3	...	9	10
Terminal growth	3.0%									
Net present value				28,383						
Terminal value				65,532						
Total value(억원)				93,915						
성공확률	44.6%	BLA 제출		41,886						

자료: 신한투자증권

한올바이오파마 분기별 실적 추정

한올바이오파마 분기별 실적 추정											
(십억원, %)	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
매출액	40.0	39.2	44.8	43.9	42.4	42.6	46.0	46.1	168.0	177.2	219.4
YoY	10.7	(3.5)	9.7	17.0	6.0	8.7	2.8	5.1	8.2	5.5	23.8
QoQ	6.6	(2.0)	14.1	(1.9)	(3.4)	0.5	7.9	0.3	-	-	-
제품 및 기타	32.1	36.9	42.4	41.6	41.8	42.0	45.3	45.5	152.9	174.5	188.7
기술료 유입	8.0	2.4	2.4	2.4	0.7	0.7	0.7	0.7	15.1	2.7	30.7
매출원가	18.7	18.8	18.9	19.0	18.9	18.8	18.7	18.6	75.4	75.0	73.5
매출총이익	21.3	20.4	25.9	24.9	23.5	23.9	27.3	27.5	92.6	102.2	145.9
매출총이익률	53.3	52.1	57.8	56.8	55.5	55.9	59.3	59.7	55.1	57.7	66.5
판매관리비	20.5	20.3	24.3	23.9	23.0	23.5	25.4	25.4	89.0	97.2	104.6
판매관리율	51.2	55.1	57.3	57.4	55.0	55.9	56.1	55.8	53.0	54.9	47.7
영업이익	0.8	0.1	1.6	1.1	0.6	0.4	1.9	2.2	3.6	5.0	41.3
영업이익률	2.1	0.3	3.6	2.5	1.4	0.9	4.1	4.7	2.2	2.8	18.8
YoY	흑전	(90.3)	357.1	흑전	(29.4)	246.8	17.4	98.8	(496.3)	37.9	725.9
QoQ	흑전	(86.8)	1,337.5	(32.0)	(45.4)	(35.0)	386.5	15.2	-	-	-
당기순이익	0.3	(1.7)	(0.3)	(0.8)	(1.0)	(1.2)	0.3	0.6	(2.5)	(1.2)	0.0
당기순이익률	0.7	(4.5)	(0.6)	(1.8)	(2.3)	(2.7)	0.7	1.3	(1.5)	(0.7)	0.0
YoY	흑전	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
QoQ	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	87.8	-	-	-

자료: 신한투자증권

IMVT-1402 첫 임상 결과에서 서프라이즈, 적응증 확장 본격 개시

항FcRn IMVT-1402
첫 임상부터 서프라이즈,
후속 임상 모두 기대 ↑

5월 20일 파트너사 이뮤노반트가 항FcRn IMVT-1402(이하 1402)의 난치성 류마티스관절염(D2T RA) 2b상 16주차 오픈라벨 결과를 공개했고 당일 주가는 35.3% 급등하며 신고가를 경신했다. 동사도 신고가 경신 중이나 아직 부족하다.

IgG 감소율이 6~70%대인 아제넥스 비브가르트SC와 J&J 니포칼리맙도 공략하지 못한 RA 유효성을 입증하며, IgG 감소가 최소 80%는 도달해야 RA 유효성이 보인다는 가설이 명확해졌다. 이제 후발주자가 진입하기 위해서 1402와 RA 유효성 및 IgG 감소율 직접비교를 통해 우위를 입증해야해 이번 결과 자체가 큰 진입 장벽이 될 것이다. 현재 후발주자 중 1402보다 IgG 감소율이 높은 약물은 없는 것으로 파악되며, 선두주자인 아제넥스의 1개월 비브가르트SC(ARGX-213)도 IgG 감소율은 기존과 동일하다. 향후 경쟁도 1402 우위가 예상된다.

이뮤노반트가 1402 단일 파이프라인만으로 약 11조원의 시가총액에 도달한 것은 1402의 시장가치를 평가할 수 있는 대목이다. 이뮤노반트는 1402의 주요 서구권 지역 권리를 보유 중이며 4.2억달러 마일스톤(0.325억달러 지급) 및 mid-single ~ mid-teens 수준 로열티를 한올에 지급해야한다. D2T RA 매출 전망을 제외한 숫자가 이미 2032년 51억달러로 7조원을 넘어선다. Mid-teens 수취할 경우 최대 15%이므로 동사가 수취할 로열티는 조 단위도 전망 가능하다.

D2T RA 성공 이전 매출
전망 51억달러만으로
Mid-teens 로열티 수령 시
1조원 수준 수취 가능

하반기 공개될 D2T RA 28주차 유효성 유지 데이터 또한 이변이 없을 것으로 판단한다. 현재 총 6개 적응증 개발 중으로 순차적 임상 발표가 예정돼있어 첫 주자인 D2T RA에서 긍정적 데이터를 확보한 점이 중요하다. 등록 임상 GD(그레이브스병)·MG(중증근무력증) 2027년 결과 및 SjD(쇼그렌)·CIDP(다발신경병증) 2028년 결과 모두 순차적으로 기대되어 1402 가치 추가 상승이 전망된다.

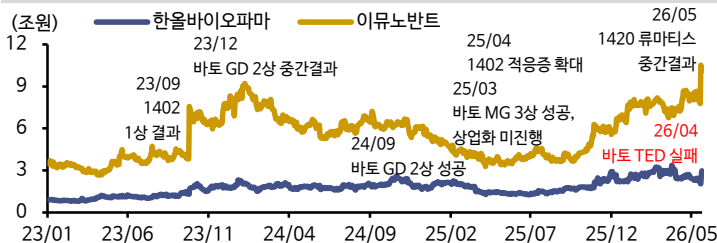
경쟁약물 비브가르트(아제넥스 개발)이 진입하지 못한 D2T RA, GD, SjD에서 First-in-class 등극 및 MG, CIDP Best-in-class 등극 가정 시 매출 잠재력은 비브가르트를 상회할 가능성도 있다. 비브가르트는 글로벌 적응증 MG, CIDP 단 2개로 연매출 42억달러를 기록했으며 아제넥스 시가총액은 약 75조원에 이른다.

항FcRn 경쟁약물 비교표

	이뮤노반트	아제넥스	얀센	UCB
의약품명	IMVT-1402	Efgartigimod	Nipocalimab	Rozanolixizumab
물질 형태	 mAB-human IgG1	 FC Fragment	 mAB-human IgG1	 mAB-human IgG4
투약방식	SC (이하 8초)	IV (혈관주사) SC (이하 60~90초)	IV (혈관주사)	SC (이하 60초 이상)
투여량	300mg QW 600mg QW	10mg/kg QW	15mg/kg 2주 간격 투약 6개월 → 30mg/kg 월1회	7mg/kg QW
IgG 최대 감소율	300mg 63% (SC) 600mg 76% (SC)	66% (IV 제형) 62% (SC 제형)	76% (IV)	70% (SC)
알부민 감소	X	X	-12%	O
부작용	X	X	콜레스테롤 +6% LDL +8%	X

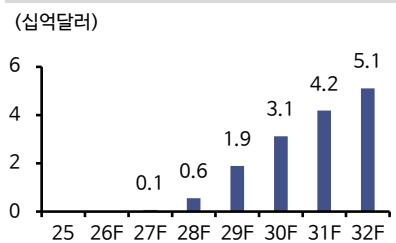
자료: 각 사, clinical trials, 신한투자증권

이뮤노반트 및 한올바이오파마 시가총액 추이



자료: 에프엔가이드 Qunatiwise, 신한투자증권 / 주) 환율 1,450원/1달러 적용 환산

IMVT-1402 매출 전망



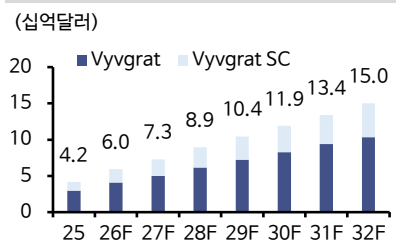
자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

아제넥스 시가총액 추이



자료: 에프엔가이드 Qunatiwise, 신한투자증권 / 주) 환율 1,750원/1유로 적용 환산

비브가르트 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

한올/이뮤노반트 IMVT-1402 vs. 아제넥스 비브가르트 주요 자가면역질환별 임상 발표 타임라인

적응증	약물	1H25	2H25	1H26	2H26	2027F	2028F
gMG	IMVT-1402	등록 임상 3상: AChRab+, MusK+, LRP4+ 환자 대상 (투여 12주 + 유지 14주) 2027년 Top-Line 발표 (Best-in-class)					
	Vyvgart	허가완료 (미국: 2021년 12월, 유럽 및 일본: 2022년) 혈청음성 gMG 적응증 확장 성공					
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/일본/중국 등, 유럽: 1H26 승인 전망), Mq 치료 환자의 Vyvgart 전환 임상 4상: 2H25 결과 발표 및 승인 신청					
TED	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 초기 Top-Line 발표					
	Vyvgart	임상 2상: 루푸스 신염 PoC 2H25 중간 결과					
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)					
GD	IMVT-1402	등록 임상 2b상: ATD 치료 불응 환자 대상 유효성 평가 목적 2개 (고용량: 52주 / 고용량 및 저용량: 26주) 동시 진행 2027년 중 Top-Line 발표 및 IMVT-1402 최초 승인 적응증 전망 (First/Best-in-class)					
D2T RA	IMVT-1402	임상 2b상: ACPA+ 난치성 류마티스 관절염 기준 치료 불응 환자 대상 고용량 오피라넬 16주 중간결과 발표 완료 고용량 및 저용량 블라인드 28주 탐라인 발표 예정 (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 Top-Line 발표 및 IMVT-1402 최초 승인 적응증 가능성 (First/Best-in-class)					

자료: 각 사, 신한투자증권

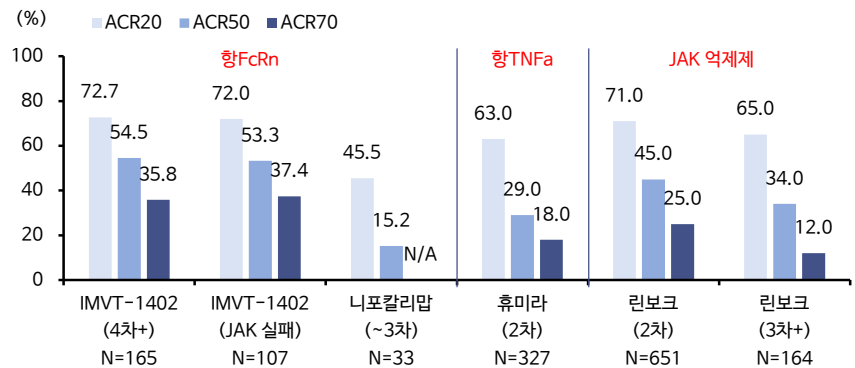
4L 이상 환자군임에도
2~3L 표준 치료제 대비
긍정적 유효성 확인

D2T RA 16주차 압도적 유효성, 최종 타라인·후속 적응증까지 기대

표준치료 불응 난치성 류마티스(D2T RA) 대상 IMVT-1402(이하 1402) 600mg QW 오픈라벨 결과, 유효성 평가지표인 ACR20(중상 20% 개선율)이 72.7%로 항FcRn 경쟁약물 니포칼리맵(J&J 개발)의 2a상 45.5% 대비 25%p 이상 개선을 이뤄내며 계열 내 최고 유효성을 입증했다. 니포칼리맵은 RA 대상 단독 및 항 TNF(2차 치료제) 병용 모두 유효성 부족으로 개발을 포기했다. 1402가 항FcRn 계열 유일한 RA 후보물질로 약 8.5만명의 D2T RA 타깃 시장 독점이 기대된다.

항FcRn 계열을 넘어 기존 2~3차 권장 치료제인 항TNFα 치료제(대표약물: 휴미라)와 JAK 저해제(대표약물: 린보크)와도 비견될 만한 놀라운 결과다. 심지어 1402의 치료차수는 4L 이상으로 유효성에 불리한 조건이었다. 이뮤노반트가 초기 RA로의 진입을 공식 언급하지는 않았으나 4L+ RA로 승인받은 후 지속적 유효성이 관찰될 시 초기 단계로의 확장 전략을 통해 시장을 키워갈 수도 있다.

RA 표준 치료제 및 IMVT-1402 유효성(ACR) 비교: 1차 지표 ACR20



자료: 이뮤노반트(Q26), NCT04991753(니포칼리맵), SELECT-COMPARE(휴미라, 린보크), 신한투자증권

린보크(JAK 저해제)의 두 임상 사례를 비교하면 치료차수가 늘어날수록 ACR20이 71.0% → 65.0%로 유의하게 감소하는 추세가 확인된다. 일반적으로 치료차수 증가 시 유효성이 감소하는 상황에서 1402의 ACR20 72.7%의 수치는 동일 차수 치료제 대비 명확한 우위이며 4L보다 더 초기 치료제로 사용될 시 반응을 추가 개선 여지가 남아있음을 의미한다.

JAK 저해제 실패 하위그룹에서 전체 환자군과 유사한 반응률이 재현된 점도 고무적이다. 해당 환자군은 TNF 억제제 실패 후 JAK 억제제까지 추가로 실패한 환자군으로 전체 모집단 중 가장 치료옵션이 제한적이며 예후가 좋지 않은 환자군을 의미한다. 해당 그룹에서 ACR20 72.0%, ACR50 53.3%, ACR70 37.4%으로 전체 모집단(72.7% / 54.5% / 35.8%)과 사실상 동등한 수준을 달성한 것은 1402의 기전이 환자의 질병 예후와 무관하게 일관된 발현을 나타냄을 의미한다. 향후 초기 단계 RA에서도 유의한 반응률이 지속될 가능성이 높아 주목 필요하다.

추가 임상 필요할 수도 있으나, 상업화 가능성 높다는 점 중요

상업화 가능성 긍정적,
초기 RA 확장 여부 주목

D2T RA 임상은 총 2개의 Period로 진행된다. Period2(12주)는 Period1(16주)에서 ACR20에 도달한 환자(120명 예상)를 600mg(고용량), 300mg(저용량), 위약 군으로 1:1:1 무작위 블라인드 배정해 진행한다. 주요 평가변수는 14주·16주 ACR20의 28주차 유지율이며, 2차 평가변수로 16주 질병 활성 지표(CDAI, SDAI) 변화를 관측한다. Period2의 관건은 1) 용량 의존적 질병 억제력, 2) 저용량 질병 억제력 확인 및 3) 장기 투약 시 지속적인 질병 억제력의 입증이다.

28주차 치료효과도 긍정적일 것으로 추정하는 이유는 총 3개다.

1) 환자 모집부터 ACPA 양성 환자를 선별 등록했다. ACPA는 IgG(면역글로불린 G) 자가항체의 일종이며 RA 환자 70%에서 검출되는 주요 바이오마커로 음성 대비 골관절 파괴 속도가 빨라 예후가 불량하다. 바토클리맙 임상에서 입증된 항 FcRn 계열 최상위급 IgG 억제력이 가장 잘 나타날 수 있는 환자군이며, 1402 투약 여부에 따른 개선폭도 뛰어날 것으로 기대된다.

IMVT-1402 D2T RA(난치성 류마티스관절염) 임상 2b상 디자인

항목	내용
시험 구조	고용량 오픈라벨 16주 (Period 1) → 고용량/저용량(+ 위약) 블라인드 12주 (Period 2)
환자 수	165명 (특성: 평균 나이 58.7세, 유병 기간 12.8년 / 질병 활성 지표: CDAI 44.6, SDAI 46.3)
주요 환자 모집 기준	① 류마티스관절염 활성 기준(TJC ≥ 6 , SJC ≥ 6 , DAS28-CRP > 4.1) ② ACPA 양성(IgG): 골관절파괴가 빠른 환자에서 나타나는 자가항체, 자가항체 매개 가능성 높은 환자군 선별 ③ 4L 이상: 2~4개 DMARD advanced mechanism (항TNF, IL-6R, JAK 억제제 등) 실패 이력 ④ csDMARD 안정 병용: 화학합성 항류마티스제(경구용 1차 치료제, 메토트렉세이트 등) 병용 조건
Period 1(16주)	전원 600mg, QW
Period 2(12주, 1:1:1)	Period 1에서 14~16주 모두 ACR20 반응자 무작위 배정 → ① 600mg QW, ② 300mg QW, ③ placebo QW
1차 평가지표	28주차 ACR20 유지 비율 (14주~16주 기준 ACR20 반응자 대상)
2차 평가지표	질병 활성 지표(CDAI, SDAI) 16주 → 28주 변화
안전성 추적기간	4주

자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

Appendix. 류마티스관절염 질병 활성 지표 용어설명

항목	내용		
TJC: 0~28	28개 관절 중 압통 관절 수: 눌렀을 때 압박/통증/불편감이 느껴지는 관절		
SJC: 0~28	28개 관절 중 부종 관절 수: 비정상적으로 부풀어 오른 관절		
CRP: 0~12	객관적 염증지표(혈액검사 필요)		
ACR20	TJC20% 개선 + SJC20% 개선 + 기타 5개 항목 중 3개 이상 20% 개선	ACR50, 70 = 50%, 70% 개선	
DAS28-CRP: 0~9.4	TJC, SJC, CRP 및 환자 자가 평가 기반 복합적 계산 지표	관해: <2.6	높음: >5.1
CDAI: 0~76	TJC(0~28) + SJC(0~28) + 환자 자가 평가(0~10) + 의사 평가(0~10)	관해: <2.8,	높음: >22
SDAI: 0~86	TJC(0~28) + SJC(0~28) + 환자 자가 평가(0~10) + 의사 평가(0~10) + CRP(0~12)	관해: <3.3	높음: >26

자료: 신한투자증권

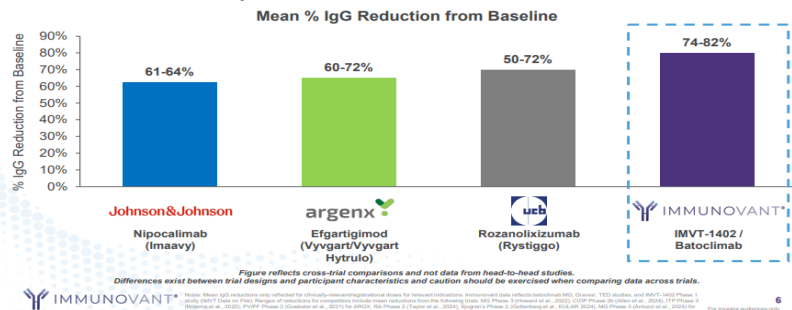
2) 4차 이상 환자군에서 IgG 감소를 매개로한 강력한 치료효과가 확인됐다. 평균 유병기간 13년에 이전 표준 치료(advanced mechanism) 2개 이상에 실패한 환자 대상으로 ACR20 72.7%, ACR50 54.5%, ARC70 35.8%로 최상급의 효능을 보인 것은 기존 표준 치료제 기전으로는 치료 불가능한 증상을 개선했다는 의미다. IgG 억제가 RA 증상 개선에 기여한다는 강력한 임상적 근거가 마련됐다.

3) 계열 내 최고의 IgG 제거 능력은 이미 입증됐고 IgG와 자가면역질환 치료 효과의 상관관계는 다른 질환에서 확인 가능하다. 항FcRn 최고 매출 약물인 비브가르트가 RA 확장을 진행하지 않고, 니포칼리맵이 RA 단독요법 및 항TNF 병용요법 모두 중단하면서 항FcRn 기전의 RA 치료제 가능성을 우려할 수 있다.

그러나 경쟁약물들은 IgG 감소율이 낮아(약 60~70%) 충분한 유효성 구간에 진입하지 못한 것으로 추정된다. 바토클리맵/IMVT-1402의 IgG 감소율은 74~82%로 계열 내 최고 수준이며 RA 유효성 개선이 가능한 것으로 판단한다. 또한 1402의 개량전 물질인 바토클리맵의 gMG(중증근무력증) 임상 3상 유효성(MG-ADL 개선) 지표에서도 IgG 감소율과 증상 개선의 상관관계가 확인된다.

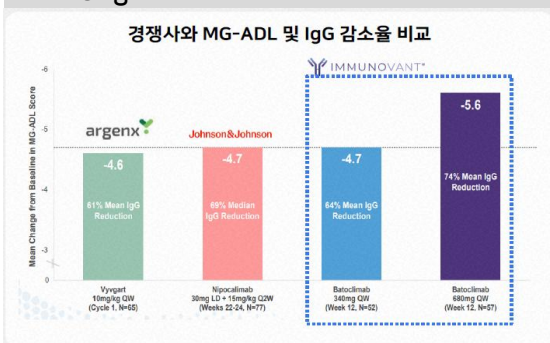
IMVT-1402/바토클리맵 계열 내 최고 IgG 감소율

Best-in-class IgG reductions position Immunovant to drive potential best-in-class efficacy



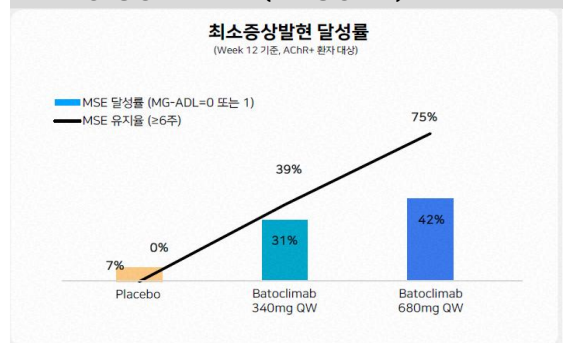
자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

MG 3상 IgG 감소를 비례 MG-ADL 개선 확인



자료: 회사 자료(26.04), 신한투자증권

MG 3상 용량 비례 MSE(최소증상발현) 지표



자료: 회사 자료(26.04), 신한투자증권

오히려 주목할 부분은 초기 600mg의 우수한 치료 유지력으로 인한 통계적 유의성 도달 여부이나 FDA/EMA 승인 과정에서 문제 요소는 아닐 것으로 본다. 현재 시점에서 추정 가능한 시나리오는 2개이며 모두 1402 상업화 가능성은 높다.

1) 바토클리맵 그레이브스병(GD) 임상 2상 세부 분석결과 초기 고용량 투여 시 IgG는 빠르게 감소 후 -80% 수준에서 유지됐으며, 12주 저용량 교체 후 완만하게 상승, 이후 약물 중단을 기점으로 빠르게 기존 수치로 상승하는 약물 의존적 경향을 보였다. 반면 그레이브스병의 갑상선기능항진증을 유발하는 IgG 일종인 TRAb(갑상선 자극 호르몬 수용체 항체)는 고용량 구간에서 빠르게 감소했지만, 저용량 및 투약 중단 구간에서도 초반 급격하게 감소된 수치를 유지했다.

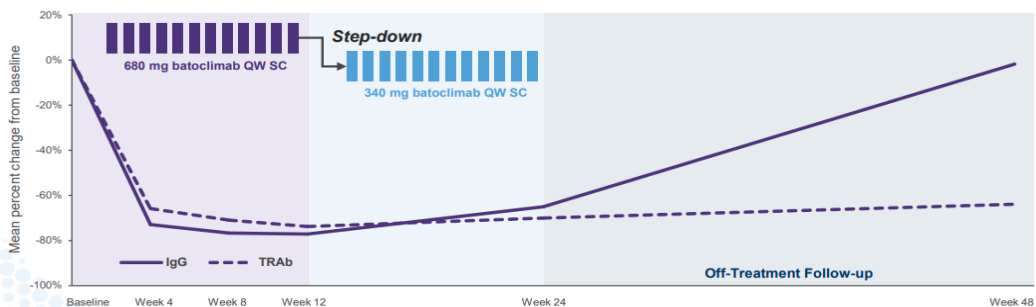
특정 질환을 유발하는 IgG(RA의 경우 ACPA)에 따라 증상 개선 효과가 전체 IgG 회복 속도보다 더 장기일 수 있다는 것을 의미한다. 특히 16주차 고용량 투여군에서 ACR20과 함께 ACR50, ACR70도 상당히 높은 수준이었음을 고려한다면 너무 좋은 치료 유지력 때문에 위약군에서 1차 지표 통계적 유의성이 왜곡될 가능성도 있다. 그러나 이 경우는 약효의 부족으로 인한 약재가 전혀 아니라고 오히려 4L 이전 단계로의 진입을 가속·정당화 할 수 있는 호재로 바라봐야 한다.

이 경우에도 4L 이상 난치성 RA에 표준 치료제가 부재한 상황에서 충분히 가속 승인 될 수 있고, 위약군 1:1 비교 임상 3상 진입 시에도 초기 약효 확인만으로도 승인 가능성 높다. 혹은 더 상위 유효성 지표인 ACR50, ACR70 유지율에서 통계적 유의성 확인 시 해당 지표를 근거로한 승인 논의도 가능할 것으로 본다.

바토클리맵 그레이브스병 2상: 용량 감량 → 투약 종료 기간별 전체 IgG와 TRAb 추이

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

Treatment Period: 24 weeks	Follow-up: 24 weeks
600 mg batoclimab QW SC (Week 0-12)	340 mg batoclimab QW SC (Week 12-24)
Off-Treatment (Week 24-48)	Off-Treatment (Week 24-48)

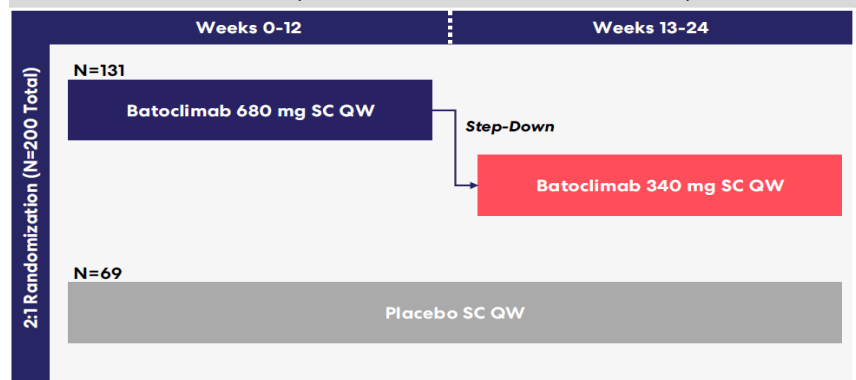


자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

2) 바토클리맵 TED 3상처럼 용량 감량 시 유효성(반응률)이 함께 감소한다면 통계적 유의성을 확보할 가능성이 높다. 이 경우 1차 평가변수 달성 및 약물 치료 효과 확인으로 FDA 가속승인 기대한다. 이후 확증 임상 3상 및 리얼월드에서의 유효성 개선 능력 데이터가 쌓여가며 초기 단계로의 적응증 확대가 가능하다.

실제로 경쟁약물 비브가르트도 2021년 항AchR 항체 양성 gMG에 우선 승인된 후 축적된 리얼월드 데이터 및 후속 임상을 통해 작년 4월 항체 음성 gMG까지 라벨 확장에 성공했다. RA에서 IgG 감소가 증상 개선으로 이어진다는 기전이 이미 설명됐기에 라벨 확장 임상도 큰 부담없이 순항될 것으로 판단한다.

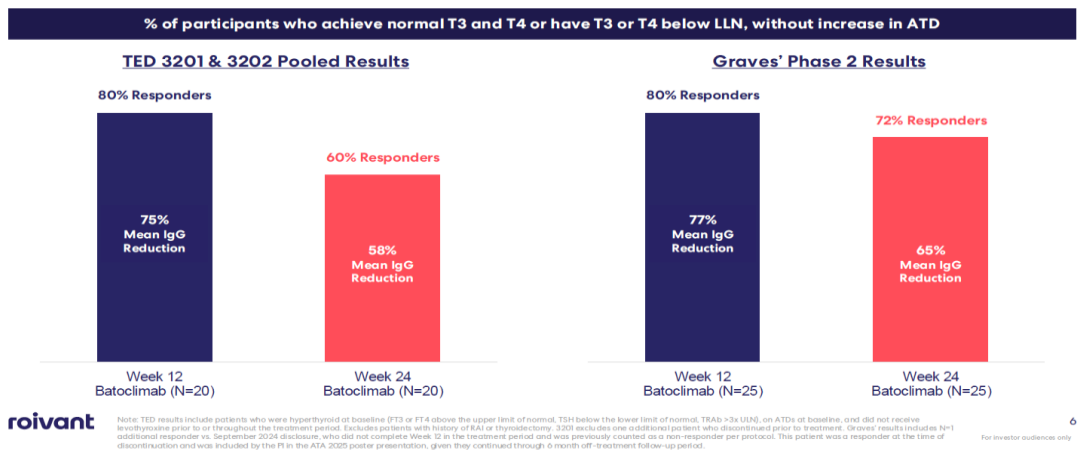
바토클리맵 TED 3상 디자인(12주 고용량 투여 → 12주 저용량 투여)



자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

바토클리맵 TED 3상(좌) 갑상선기능항진증 T3·T4 정상화(고용량 구간 80% 환자, 저용량 구간 60% 환자)

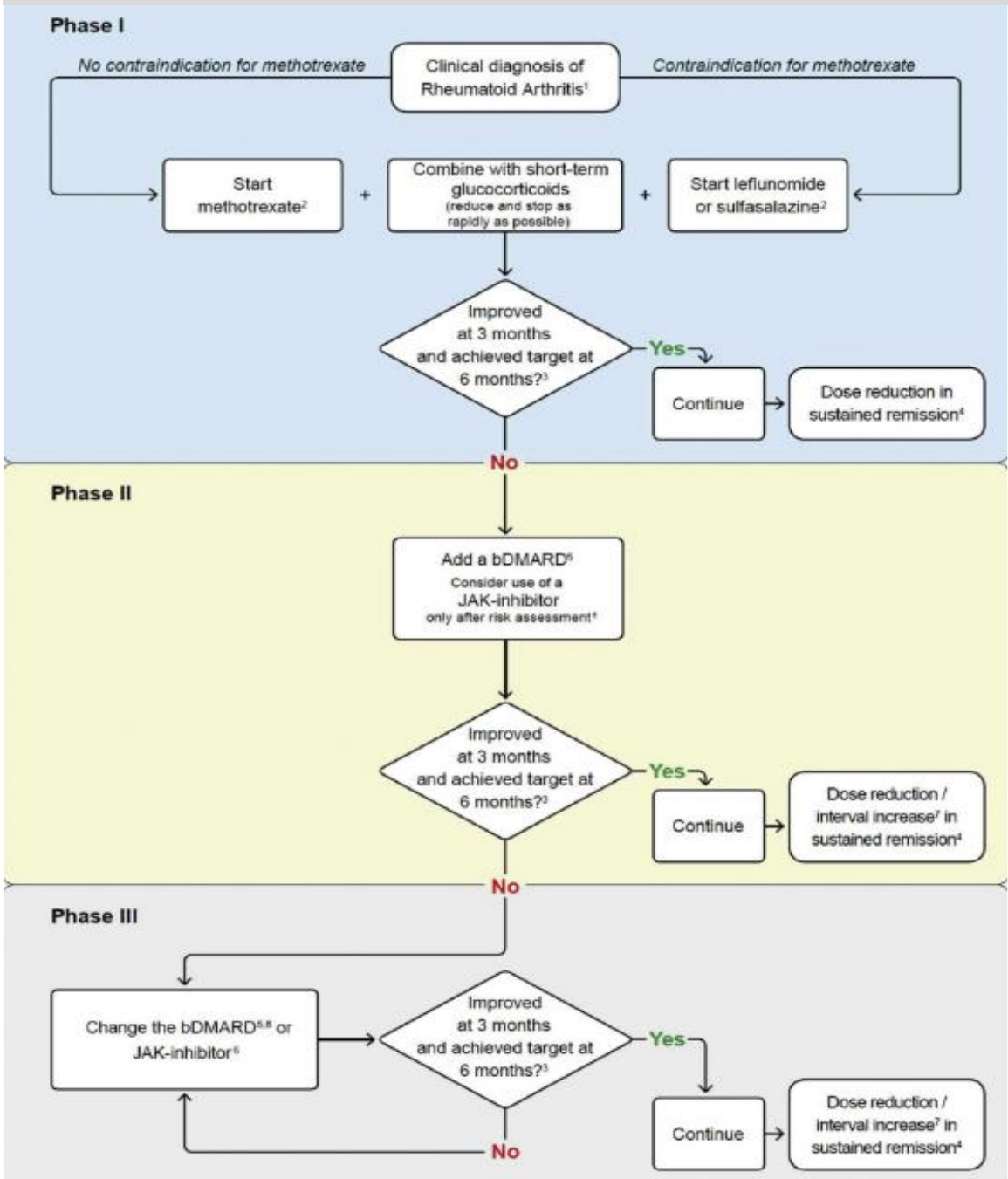
TED Phase 3 Hyperthyroid Subpopulation Demonstrates Similar Response Rates to Graves' Phase 2 Study



자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

4L 이상 D2T RA 치료옵션 부재, 미충족 수요 극심한 상황

EULAR(유럽류마티스학회) 권장 류마티스관절염 단계별 치료 방법(2025년 업데이트): 4L 이후 권장 치료 부재



자료: EULAR recommendations for the management of rheumatoid arthritis with synthetic and biologic disease-modifying antirheumatic drugs: 2025 update, 신한투자증권

RA 권장 치료는 3단계로 구분된다. 1차에서는 메토트렉세이트(MTX) 단독요법이 표준으로 자리잡고 있으며 환자 약 60%가 투약받는다. MTX 부분반응 혹은 불응 환자가 2차로 넘어가며 MTX에 추가 Advanced therapy를 추가한다. 주로 TNF- α 억제제(휴미라, 엔브렐 등)이며 JAK 억제제(린보크 등)도 사용될 수 있다. Advanced therapy도 실패한 3차에서는 다른 작용기전 혹은 약물로 전환한다.

4차 이상은 상황이 다르다. 2개 이상의 Advanced therapy가 실패한 경우로 이때부터 Difficult-to-treat RA (D2T RA)로 명명된다. 현재 4L에서 임상적 유효성 입증을 통해 승인된 치료제는 부재하고 1402가 해당 영역에 우선 진입 예정이다.

2~3차에서 사용되는 JAK 억제제는 휴미라 대비 우수한 ACR20 및 경구복용의 편의성이 장점이나 2021년 FDA가 JAK 억제제에 블랙박스 경고를 부과하여 사용이 제한되고 있다. 고령 환자에서 TNF- α 억제제 대비 심근경색 등 중대 심혈관 사건(MACE), 악성 종양 및 전체 사망률에서 열위를 보이며 TNF 억제제 이후 부적합 시 사용되는 것이 권장된다. 1402가 4L 이상에서 특별한 안전성 이슈 없이 기존 표준 치료제 대비 ACR20 우위를 달성했기 때문에 더 초기 치료 단계에서도 JAK 억제제의 미충족 수요를 해결할 수 있을 것으로 기대되어 잠재적 블록버스터 신약 개발 기업으로의 가치 반영이 필요한 시점으로 주목 필요하다. 목표주가 보수적 가정하에 130,000원이며 최선호주 및 강력 매수 추천한다.

FDA JAK 억제제에 블랙박스 경고: TNF- α 이후 사용 권장

FDA requires warnings about increased risk of serious heart-related events, cancer, blood clots, and death for JAK inhibitors that treat certain chronic inflammatory conditions
Approved uses also being limited to certain patients

This information is an update to the FDA Drug Safety Communication issued on February 4, 2021. FDA also previously communicated about the safety clinical trial with Xeljanz, Xeljanz XR (tofacitinib) in February 2019 and July 2019.

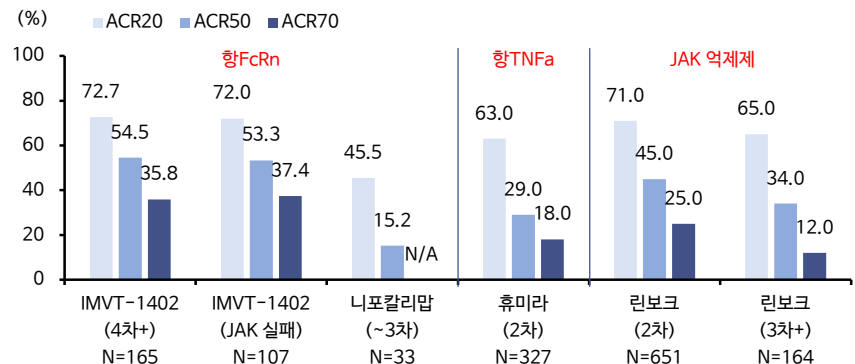
X-XX-2021 FDA Drug Safety Communication

What is FDA doing?

We are requiring revisions to the **Boxed Warning**, FDA's most prominent warning, for Xeljanz/Xeljanz XR, Olumiant, and Rinvoq to include information about the risks of serious heart-related events, cancer, blood clots, and death. Recommendations for health care professionals will include consideration of the benefits and risks for the individual patient prior to initiating or continuing therapy. In addition, to ensure the benefits of these three medicines outweigh the risks in patients who receive them, we are limiting all approved uses to certain patients who have not responded or cannot tolerate one or more TNF blockers. Changes will also be made to several sections of the prescribing information and to the patient [Medication Guide](#).

자료: FDA(2021), 신한투자증권

RA 표준 치료제 및 IMVT-1402 유효성(ACR) 비교: 1차 지표 ACR20



자료: 이뮤노반트(2Q26), NCT04991753(니포칼리맵), SELECT-COMPARE(휴미라, 린보크), 신한투자증권

IMVT-1402 적응증 시장 기회

IMVT-1402 6개 적응증 순차적 진행

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	■		
CLE	POC	Top Line Results	■		
GD	Potentially Registrational	Top Line Results		■	
MG	Potentially Registrational	Top Line Results		■	
SjD	Potentially Registrational	Top Line Results			■
CIDP	Potentially Registrational	Top Line Results			■

IMMUNOVANT[®]

The regulatory path for IMVT-1402, including whether any ongoing or future clinical trials may be considered registrational or registration enabling, depends on future alignment with FDA on clinical trial design, selection of endpoints, statistical analysis plans, and overall development strategy.
 * RA: Rheumatoid Arthritis; ACPA: Anti-citrullinated protein antibody positive; D2T RA: Difficult to treat Rheumatoid Arthritis; CLE: Cutaneous Lupus erythematosus; MG: Myasthenia Gravis; SjD: Sjögren's Disease; CIDP: Chronic Inflammatory Demyelinating Polyneuropathy.
 ■ Clinical studies supporting registrational development
 □ Clinical studies supporting registration enabling development
 For investor disclosure only

자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

IMVT-1402 6개 적응증 임상 진행 순향: 미국 내 600,000명 이상 환자 타깃

Broad development program for IMVT-1402 with trials underway, expected to potentially address >600K patient population

	Graves' Disease	ACPA+ Difficult-to-Treat RA	Cutaneous Lupus Erythematosus	Sjögren's Disease	Myasthenia Gravis	Chronic Inflammatory Demyelinating Polyneuropathy
Expected US Addressable Population ¹	~330K	~85K	~75K	~90K	~20-35K	~16-58K
Autoantibody Driven Pathology	Driven by autoantibodies to the thyroid-stimulating hormone receptor (TSHR-Ab)	Autoantibodies such as RF and ACPA are present in ~70% of RA patients	IgG autoantibodies (Ro/SSA, La/SSB) observed in majority of CLE patients	Autoantibodies detected in ~50-70% of patients with primary SjD	Driven by AChR autoantibodies disrupting signal transmission in nerve and muscle fibers	Driven by autoantibodies that demyelinate peripheral nerves and nerve roots
In-Class Data	Batoclimab data showed deeper IgG reduction correlated with improved clinical response	Response rate higher for patients with high baseline ACPA & deep IgG reduction	Proof of principle IMVT-1402 case study showed meaningful clinical response	Response rate higher for patients with deeper IgG reduction ²	Batoclimab data showed deeper IgG reduction correlated with improved clinical response	Batoclimab data showed deeper IgG reduction correlated with improved clinical response
Stage of Development	Two Potentially Registrational ³ Trials Enrolling	Potentially Registrational Trial Fully Enrolled	Proof of Concept Fully Enrolled	Potentially Registrational Trial Enrolling	Potentially Registrational Trial Enrolling	Potentially Registrational Trial Enrolling
Potential Best-in-Class	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Potential First-in-Class ⁴	✓	✓	✓	✓	✓	✓

IMMUNOVANT[®]

¹ Potentially registrational indicates registration is dependent on future alignment with FDA on clinical trial design, endpoints, statistical analysis plans, and overall development strategy.
² SjD: Sjögren's Disease
³ Based on data generated by registrational trials
⁴ Clinical studies supporting registrational development

For investor disclosure only

자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

IMVT-1402 적응증 별 예상 미국 환자 수

항목	그레이브스병	난치성 류마티스	피부 루푸스	쇼그렌증후군	중증근무력증	다발신경병증
미국 예상 환자(명)	330,000	85,000	75,000	90,000	20,000~35,000	16,000~58,000
자가항체 매개	TSHR-Ab	RF, ACPA	IgG 계열 추정	IgG 계열 추정	AChR	IgG 계열 추정
개발 단계	등록 임상 2건	임상 2b상	PoC 임상	등록 임상	등록 임상	등록 임상
Best-in-class 가능성	○	○	○	○	○	○
First-in-class 가능성	○	○	○	△	X	X

자료: 이뮤노반트(2Q26), 신한투자증권

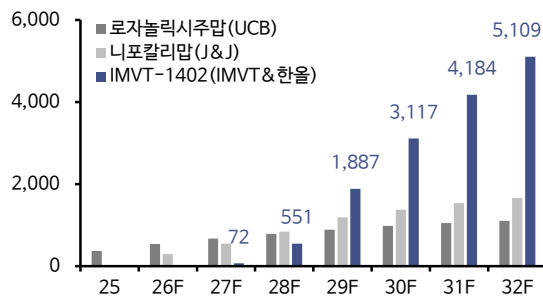
항FcRn치료제 타깃 적응증

	IMVT	아제넥스	J&J	UCB
약물	IMVT-1401/1402	비브가르트	니포칼리맙	로자놀릭시주맙
그레이브스병 (GD)	0			
류마티스 관절염 (RA)	0			
전신중증근무력증 (gMG)	0	0	0	0
만성 염증성 탈수초성 다발신경병증 (CIDP)	0	0	0	
갑상선 안병증 (TED)	0			
쇼그렌 증후군 (SjD)	0	0	0	
피부 루푸스 (CLE)	0			
면역성 혈소판감소증 (ITP)		0		0
면역매개 과사성 근병증 (IMNM)		0		
항-Synthetase 증후군 (ASyS)		0		
당뇨병 (Diabetes)		0		
루푸스 신염 (LN)		0		
전신 경화증 (SSc)		0		
항균 내성 (AMR)		0		
혈청음성 중증근무력증 (sMG)		0		
안구 중증근무력증 (oMG)		0		
자가면역 뇌염(AE)		0		
수포성 천포창 (BP)		0		
보통 천포창 (PV)		0		
전신 홍반성 루푸스 (SLE)			0	
온난 자가면역 용혈성 빈혈 (wAIHA)			0	
신생아 동중면역 혈소판감소증 (FNAIT)			0	
태아·신생아 용혈성 질환 (HDFN)			0	
미엘린 희소돌기아교세포 당단백 (MOG)				0
중증 섬유근육통 (sFMS)				0

자료: 회사 자료(26.04), 신한투자증권

항FcRn 후발주자 매출 전망

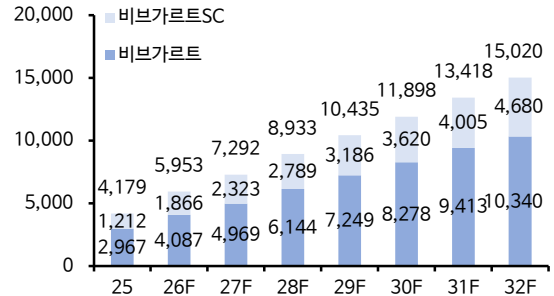
(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

아제넥스 비브가르트 매출 전망

(백만달러)



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	212.9	225.2	224.0	224.8	229.2
유동자산	85.4	84.9	86.7	90.0	96.1
현금및현금성자산	16.4	24.7	21.6	21.3	19.3
매출채권	15.3	16.9	18.3	19.3	21.5
재고자산	37.7	38.1	41.2	43.5	48.6
비유동자산	127.5	140.3	137.3	134.7	133.1
유형자산	17.0	15.9	12.9	10.5	8.6
무형자산	51.8	64.6	64.1	63.6	63.2
투자자산	44.4	44.0	44.4	44.8	45.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	44.5	63.5	66.2	68.1	72.4
유동부채	34.7	44.5	46.8	48.6	52.4
단기차입금	0.0	15.7	15.7	15.7	15.7
매입채무	10.7	5.1	5.6	5.9	6.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.8	19.1	19.4	19.6	20.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.7	15.6	15.6	15.6	15.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	168.4	161.7	157.9	156.7	156.7
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	116.8	120.5	120.5	120.5	120.5
기타자본	(7.4)	(11.6)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
기타포괄이익누계액	6.4	5.6	5.6	5.6	5.6
이익잉여금	26.5	21.1	17.3	16.1	16.2
지배주주지분	168.4	161.7	157.9	156.7	156.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	1.4	31.9	32.0	32.0	32.1
*순차입금(순현금)	(23.3)	7.1	10.3	10.6	12.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	9.4	(2.3)	1.3	4.0	2.6
당기순이익	(1.8)	(5.6)	(3.8)	(1.2)	0.0
유형자산상각비	2.9	3.2	3.0	2.4	1.9
무형자산상각비	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
외화환산손실(이익)	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.5	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전차분변동	3.5	(9.5)	(2.3)	(1.7)	(3.8)
(법인세납부)	(0.8)	0.0	(1.9)	(0.6)	0.0
기타	4.9	9.1	5.9	4.7	4.1
투자활동으로인한현금흐름	(27.5)	(18.8)	(4.5)	(4.4)	(4.7)
유형자산증가(CAPEX)	(1.6)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(21.4)	(13.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(4.1)	(5.1)	(0.3)	(0.2)	(0.6)
기타	(0.4)	0.4	(4.2)	(4.2)	(4.1)
FCF	(2.8)	(3.5)	8.1	11.6	10.8
재무활동으로인한현금흐름	0.8	29.6	0.0	0.0	0.1
차입금증가(감소)	0.0	30.9	0.0	0.0	0.1
자기주식처분(취득)	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	(4.5)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	(17.3)	8.4	(3.1)	(0.3)	(2.1)
기초현금	33.7	16.4	24.7	21.7	21.3
기말현금	16.4	24.7	21.7	21.3	19.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	138.9	155.2	168.0	177.2	198.0
증감률 (%)	3.0	11.7	8.2	5.5	11.7
매출원가	65.6	74.3	75.4	75.0	83.8
매출총이익	73.3	80.9	92.6	102.2	114.2
매출총이익률 (%)	52.8	52.1	55.1	57.7	57.7
판매관리비	73.1	81.8	89.0	97.2	108.6
영업이익	0.2	(0.9)	3.6	5.0	5.6
증감률 (%)	(89.6)	적전	혹전	37.9	11.7
영업이익률 (%)	0.2	(0.6)	2.2	2.8	2.8
영업외손익	(0.4)	(5.3)	(5.5)	(5.6)	(5.6)
금융손익	0.3	(4.1)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
기타영업외손익	(0.6)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
중개 및 관계기업관련손익	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전계속사업이익	(0.2)	(6.2)	(1.9)	(0.6)	0.0
법인세비용	1.6	(0.6)	1.9	0.6	(0.0)
계속사업이익	(1.8)	(5.6)	(3.8)	(1.2)	0.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1.8)	(5.6)	(3.8)	(1.2)	0.0
증감률 (%)	적전	적지	적지	적지	혹전
순이익률 (%)	(1.3)	(3.6)	(2.3)	(0.7)	0.0
(지배주주)당기순이익	(1.8)	(5.6)	(3.8)	(1.2)	0.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(19.9)	(6.2)	(3.8)	(1.2)	0.0
(지배주주)총포괄이익	(19.9)	(6.2)	(3.8)	(1.2)	0.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	3.4	2.6	7.1	7.8	7.9
증감률 (%)	(38.6)	(21.1)	168.3	10.5	1.1
EBITDA 이익률 (%)	2.4	1.7	4.2	4.4	4.0

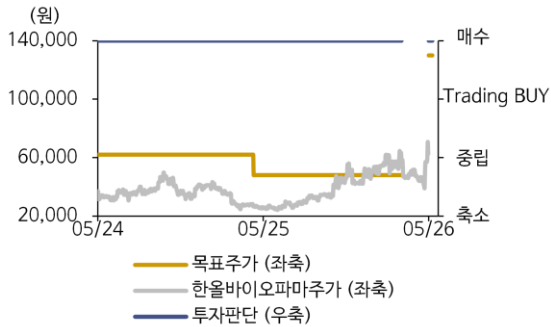
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(35)	(106)	(73)	(23)	1
EPS (지배순이익, 원)	(35)	(106)	(73)	(23)	1
BPS (자본총계, 원)	3,223	3,095	3,022	2,999	3,000
BPS (지배지분, 원)	3,223	3,095	3,022	2,999	3,000
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	-	-	-	74,508.6
PER (지배순이익, 배)	-	-	-	-	74,508.6
PBR (자본총계, 배)	12.0	14.1	20.7	20.8	20.8
PBR (지배지분, 배)	12.0	14.1	20.7	20.8	20.8
EV/EBITDA (배)	595.6	866.7	461.5	417.6	413.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	2.4	1.7	4.2	4.4	4.0
영업이익률 (%)	0.2	(0.6)	2.2	2.8	2.8
순이익률 (%)	(1.3)	(3.6)	(2.3)	(0.7)	0.0
ROA (%)	(0.8)	(2.5)	(1.7)	(0.5)	0.0
ROE (지배순이익, %)	(1.0)	(3.4)	(2.4)	(0.8)	0.0
ROIC (%)	(0.3)	(1.0)	6.5	9.6	11.4
안정성					
부채비율 (%)	26.5	39.3	41.9	43.5	46.2
순차입금비율 (%)	(13.8)	4.4	6.5	6.7	8.1
현금비율 (%)	47.2	55.6	46.1	43.9	36.8
이자보상배율 (배)	3.2	(6.4)	13.3	18.3	20.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.9	5.3	5.1	5.0	5.1
재고자산회수기간 (일)	92.1	89.2	86.2	87.3	84.9
매출채권회수기간 (일)	40.7	37.9	38.2	38.6	37.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

한올바이오파마(009420)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 05월 14일	매수	62,000	(39.7)	(19.7)
2024년 11월 15일	6개월경과		(44.1)	(30.2)
2025년 05월 08일	매수	48,000	(19.3)	34.2
2026년 03월 31일	커버리지제외		-	-
2026년 05월 29일	매수	130,000	-	-

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 주식관련사채에 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 투자의 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 (2026년 05월 27일 기준)

매수 (매수)	88.64%	Trading BUY (중립)	7.95%	중립 (중립)	3.41%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------