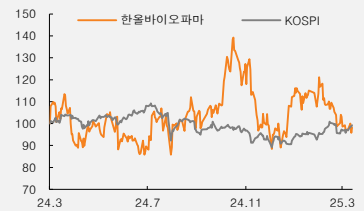


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 44,000원
현재주가(25/3/19)	35,100원
상승여력	25.4%

영업이익(25F,십억원)	6
Consensus 영업이익(25F,십억원)	20
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	16.6
P/E(25F,x)	324.1
MKT P/E(25F,x)	9.6
KOSPI	2,628.62
시가총액(십억원)	1,834
발행주식수(백만주)	52
유동주식비율(%)	66.1
외국인 보유비중(%)	5.8
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	30,700
52주 최고가(원)	49,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.0	-6.0	-6.6
상대주가	-6.5	-7.7	-5.7



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

한올바이오파마

바토클리맵 중증근무력증 임상 3상 결과 발표

파트너사 이뮤노반트의 긍정적인 임상 결과 발표

미국 현지 시간 3월 19일, 한올바이오파마의 파트너사인 이뮤노반트는 바토클리맵의 중증근무력증(MG) 임상 3상 및 만성 염증성 탈수초 다발신경병증(CIDP) 임상 2b에 대한 결과를 발표했다. MG 임상 3상에서 12주차에 1차 평가지표인 MG-ADL 변화를 충족했다. 고용량 그룹에서 5.6포인트 개선(IgG -74%), 저용량 4.7포인트 개선(IgG -64%) 되었다. CIDP 2b상에서는 INCAT 장애 점수가 평균 1.8 향상되었으며, IgG 70%이상 감소한 환자에서는 반응률이 84%였다.

하지만, MG/CIDP 적응증에 대한 바토클리맵은 상업화는 보류

바토클리맵에 대한 임상 결과는 좋았으나, 바로 상업화를 진행하지 않고 보류했다. 최종 결정은 갑상선안병증에 대한 바토클리맵 임상 3상 결과가 나오는 올해 하반기가 될 수 있을 것으로 보인다. 단기간은 바토클리맵의 상업화 대신 IMVT-1402의 적응증 확대 임상에 집중하겠다는 결정으로 보인다. 갑상선안병증 임상 3상 결과 후의 이뮤노반트의 전략 발표가 또 한번의 중요한 포인트가 될 수 있다는 판단이다.

IMVT-1402는 현재 6건의 IND(임상신약) 신청이 승인되었다. 그레이브스병(GD) 및 치료가 어려운 류마티스 관절염(D2T RA)에 대한 주요 연구가 2.25ml 오토인젝터(자동 주사기)로 등록되면서 빠르게 진행 중이다.

투자 의견 매수 유지하나, 목표주가 44,000원으로 하향

이전 제시된 당사의 목표주가 54,000원은 2026년 바토클리맵이 상업화된다는 가정이었다. 하지만 이뮤노반트의 전략 변경으로 보수적인 출시 신약 출시 시점을 적용했다. 중증근무력증 적응증에 대한 신약 출시 시점을 기존 26년에서 28년으로, CIDP 적응증에 대한 신약 출시 시점을 28년에서 29년으로 변경했다. 이에 따라 신약가치 기준 2.5조원에서 2조원으로 조정했다. 한올바이오파마에 대한 목표주가를 기존 5.4만원에서 4.4만원으로 하향(표2 참고)한다.

바토클리맵의 빠른 상업화가 진행되지 않는다는 점으로 단기 주가 조정이 있을 것으로 보인다. 하지만 2H25 갑상선안병증 임상 3상 결과 후의 바토클리맵 상업화가 재추진될 수 있다. 따라서 현시점보다는 갑상선 안병증 결과발표 시점이 다시 중요해 진 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	135	139	153	168	178
영업이익 (십억원)	2	0	6	7	9
영업이익률 (%)	1.5	0.0	3.9	4.2	5.1
순이익 (십억원)	4	-2	6	6	39
EPS (원)	67	-35	108	121	751
ROE (%)	2.0	-1.0	3.2	3.4	19.0
P/E (배)	659.6	-	324.1	290.1	46.7
P/B (배)	11.6	11.2	9.5	9.2	7.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한올바이오파마, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 바토클리맙과 IMVT-1402 신약 가치 추정 변경

(백만 달러)

내용	적응증	25F	26F	27F	28F	29F	30F
시장규모(명)	중증근무력증(미국)	165,000	166,650	168,317	170,000	171,700	173,417
	중증근무력증(중국)	98,663	99,650	100,646	101,653	102,669	103,696
	중증근무력증(일본)	22,000	22,220	22,442	22,667	22,893	23,122
	감상선안병증(미국)	18,000	18,180	18,362	18,545	18,731	18,918
	감상선안병증(일본)	24,000	24,240	24,482	24,727	24,974	25,224
	그레이브스병	68,000	68,680	69,367	70,060	70,761	71,469
	만성 염증성 탈수초성 다발성 신경병증	16,000	16,160	16,322	16,485	16,650	16,816
M/S	중증근무력증(미국)				1%	1%	1%
	중증근무력증(중국)	1%	1%	1%	2%	2%	3%
	중증근무력증(일본)			1%	1%	1%	2%
	감상선안병증(미국)			1%	1%	1%	2%
	감상선안병증(일본)			1%	1%	1%	2%
	그레이브스병				1%	1%	1%
	만성 염증성 탈수초성 다발성 신경병증					1%	1%
예상매출(백만달러)	중증근무력증(미국)		0	0	19	39	39
	중증근무력증(중국)	11	22	23	46	46	58
	중증근무력증(일본)			3	5	5	10
	감상선안병증(미국)			2	4	4	9
	감상선안병증(일본)			3	6	6	11
	그레이브스병			0	8	16	16
	만성 염증성 탈수초성 다발성 신경병증			0	0	2	4
합계		11	22	30	88	118	147
FCF		9	18	24	70	94	118
A. NPV		9	17	21	58	73	86
B. NPV of Terminal value		1,323					
합산 수익(백만달러)		2,246					
환산 수익(십억원)		3,144					
Risk-adjusted NPV		2,044					
발행주식 수(천주)		52,241					
주당가치(원)		39,118					

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 한울바이오파마 목표주가 산정

(십억원)

내용	금액	비고
A. 영업가치	93	2025F EBITDA 96억원에 multiple 9.7배(상위 5개 제약사 평균 40% 할인률 적용) 적용
B. 신약가치(IMVT-1402)	2,044	
C. 순차입금	(149)	
기업가치(A+B-C)	2,286	
보통주주식수(천주)	52,241	
적정주가(원)	43,765	
목표주가(원)	44,000	

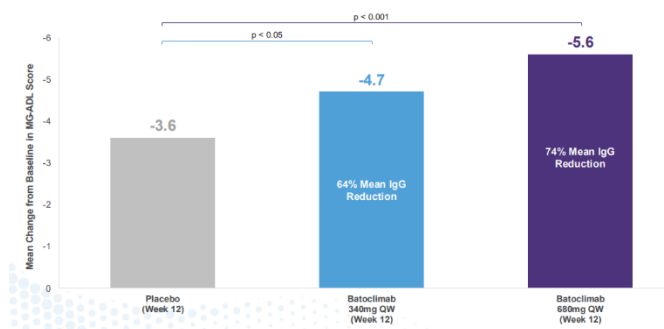
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 한울바이오파마의 FcRn 치료제 개발 단계

후보물질	적응증	개발단계	임상 결과
바토클리맵	중증근무력증(MG)	임상 3상	1Q25
	갑상선 안병증(TED)	임상 3상	2H25
	만성 염증성 탈수초성 다발성신경병증(CIDP)	임상 2b상	1Q25
	그레이브스병(GD)	임상 2상	임상 3상 IMVT-1402로 진행 예정
IMVT-1402	자가면역질환	-	적용 적응증 확대 예정

자료: 한울바이오파마, 이유노반트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 바토클리맵 MG 임상 3상: MG-ADL 개선



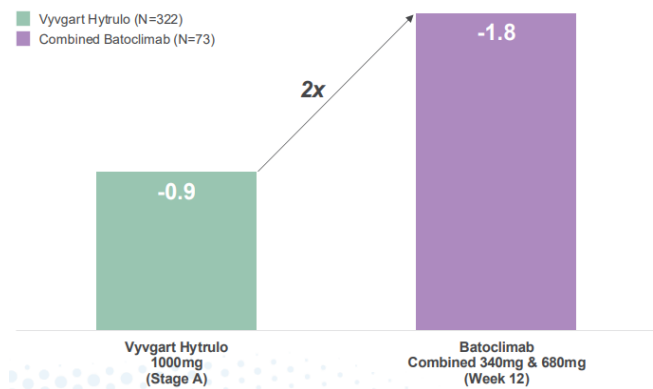
자료: 이유노반트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. MG-ADL 개선률 경쟁약품보다 좋음(간접비교)



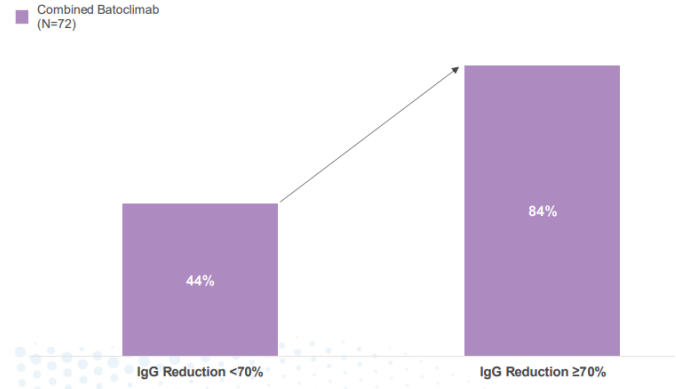
자료: 이유노반트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 바토클리맵 CIDP 임상 2a상: 더 높은 aINCAT 반응률



자료: 이유노반트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 더 높은 IgG 감소는 더 높은 aINCAT 반응률



자료: 이유노반트, 미래에셋증권 리서치센터

한올바이오파마 (009420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	139	153	168	178
매출원가	66	67	74	73
매출총이익	73	86	94	105
판매비와관리비	73	79	87	96
조정영업이익	0	6	7	9
영업이익	0	6	7	9
비영업손익	0	1	1	1
금융손익	0	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	7	8	10
계속사업법인세비용	2	1	2	-29
계속사업이익	-2	6	6	39
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2	6	6	39
지배주주	-2	6	6	39
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-20	6	6	39
지배주주	-20	6	6	39
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	3	10	10	11
FCF	8	10	7	41
EBITDA 마진율 (%)	2.2	6.5	6.0	6.2
영업이익률 (%)	0.0	3.9	4.2	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.4	3.9	3.6	21.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	85	99	112	156
현금 및 현금성자산	16	32	39	80
매출채권 및 기타채권	20	19	21	22
재고자산	38	36	40	42
기타유동자산	11	12	12	12
비유동자산	128	124	122	120
관계기업투자등	2	2	3	3
유형자산	17	14	12	10
무형자산	52	51	51	51
자산총계	213	223	234	276
유동부채	35	33	37	39
매입채무 및 기타채무	18	18	20	21
단기금융부채	1	1	1	1
기타유동부채	16	14	16	17
비유동부채	10	9	10	11
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	9	8	9	10
부채총계	45	43	47	50
지배주주지분	168	180	187	226
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	117	117	117	117
이익잉여금	26	32	38	78
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	168	180	187	226

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	9	10	7	41
당기순이익	-2	6	6	39
비현금수익비용가감	8	4	3	-28
유형자산감가상각비	3	3	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	5	1	1	-30
영업활동으로인한자산및부채의변동	4	1	-2	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	1	-2	-1
재고자산 감소(증가)	-6	2	-4	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	1	1
법인세납부	-1	-1	-2	29
투자활동으로 인한 현금흐름	-27	0	0	0
유형자산처분(취득)	-2	0	0	0
무형자산감소(증가)	-21	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-4	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	-17	16	7	40
기초현금	34	16	32	39
기말현금	16	32	39	80

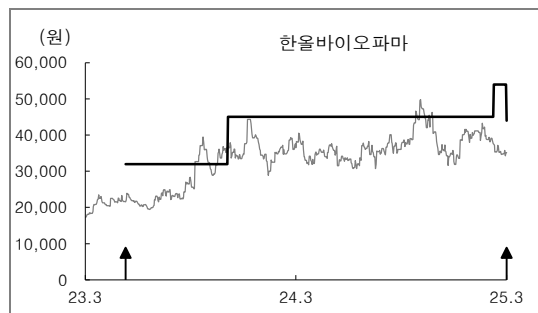
자료: 한올바이오파마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	324.1	290.1	46.7
P/CF (x)	326.4	190.1	187.7	163.5
P/B (x)	11.2	9.5	9.2	7.7
EV/EBITDA (x)	598.1	186.0	182.9	155.8
EPS (원)	-35	108	121	751
CFPS (원)	118	185	187	215
BPS (원)	3,464	3,692	3,813	4,564
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.0	9.8	10.1	6.2
EBITDA증가율 (%)	-38.6	187.9	1.3	14.8
조정영업이익증가율 (%)	-89.6	2,672.1	10.2	26.7
EPS증가율 (%)	적전	흑전	11.7	520.7
매출채권 회전율 (회)	9.0	10.2	10.9	10.6
재고자산 회전율 (회)	4.0	4.1	4.4	4.3
매입채무 회전율 (회)	6.0	6.4	6.8	6.3
ROA (%)	-0.8	2.6	2.8	15.4
ROE (%)	-1.0	3.2	3.4	19.0
ROIC (%)	2.5	5.2	5.9	35.6
부채비율 (%)	26.5	23.7	25.3	22.2
유동비율 (%)	245.8	297.1	304.3	399.6
순차입금/자기자본 (%)	-8.9	-21.8	-24.8	-38.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.2	84.5	89.2	108.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한올바이오파마 (009420)				
2025.03.20	매수	44,000	-	-
2025.02.26	매수	54,000	-34.25	-31.11
2024.11.23	1년 경과 이후	45,000	-16.01	-3.78
2023.11.23	매수	45,000	-18.64	10.67
2023.05.30	매수	32,000	-18.15	23.28



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.