

Company Update

Analyst 정이수

02) 6915-5677

매수 (유지)

목표주가 (유지) 64,000원

현재가 (4/2) 54,400원

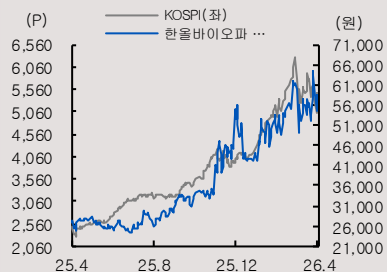
KOSPI (4/2)	5,234.05pt
시가총액	2,842십억원
발행주식수	52,241천주
액면가	500원
52주 최고가	64,400원
최저가	24,250원
60일 일평균거래대금	29십억원
외국인 지분율	4.5%
배당수익률 (2025.12월)	0.0%

주주구성	
대응계약 외 3인	31.24%
국민연금공단	9.32%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	5%	7%	-2%
절대기준	-12%	58%	104%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	64,000	64,000	-
EPS(25)	-105	-105	-
EPS(26)	3	3	-

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)

바토클리맵 임상 3상에서 확인한 시그널

갑상선안병증 3상 실패, NXT 애프터마켓 주가 하락은 과도

한올바이오파마의 자가면역질환 치료 항체 신약인 바토클리맵 갑상선안병증(TED) 임상 3상 유효성 입증 실패는 아쉬운 결과지만, 기업가치에 미치는 영향은 제한적이라고 판단한다. 파트너사 이뮤노반트 내에서 바토클리맵의 상업적 우선순위가 높지 않았던 만큼, 전일 NXT 애프터마켓에서 나타난 24.70% 주가 하락은 과도하다고 판단한다. 이번 실패는 바토클리맵의 부작용 이슈로 인해 고용량에서 저용량으로 임상 설계된 영향이 컸던 것으로 보인다. 오히려 이번 결과는 고용량(680mg) 투여 시 자가항체 IgG 감소율과 갑상선 호르몬 정상화 비율이 함께 높아지는 경향을 확인했다는 점에서, 차세대 물질인 IMVT-1402의 고용량 효능 데이터에 대한 기대를 높일 수 있다.

차세대 물질 IMVT-1402의 고용량 데이터 기대

IMVT-1402는 바토클리맵 대비 LDL 콜레스테롤 증가와 알부민 감소 부작용을 개선한 물질로, 600mg 투여군을 중심으로 6개 적응증에서 임상이 진행 중이다. 이중 가장 큰 시장성을 가진 적응증은 그레이브스병이다. 특히 해당 임상의 1차 평가지표가 갑상선 기능 정상화와 항갑상선제 중단 비율이라는 점을 고려하면, 이번 TED 데이터는 긍정적으로 해석할 수 있다. 실제로 바토클리맵 680mg 투여군의 갑상선 호르몬 정상 수준 도달 비율은 80%로 확인됐다. 하반기 공개 예정인 ACPA 양성 난치성 류마티스관절염 환자 대상 16주차 임상 데이터도 중요한 모멘텀이다. 경쟁 약물인 J&J의 니포칼리맵이 중등~중증 류마티스관절염 임상 2상에서 ACPA 수치가 높은 환자군에서 더 큰 효과를 보인 만큼, IMVT-1402 역시 ACPA 양성 환자군에서 의미 있는 효능 데이터가 기대된다.

목표주가 64,000원 유지

이번 결과에도 IMVT-1402 신약가치 가정에 변동이 없어 목표주가를 유지한다.

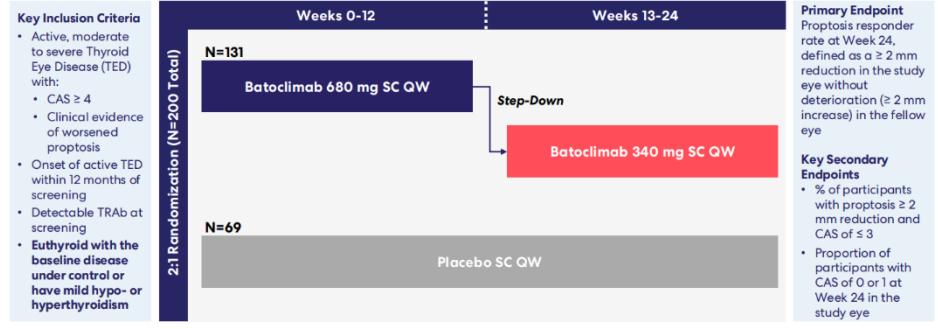
(단위:십억원,배)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	135	139	155	170	188
영업이익	2	0	-1	0	6
세전이익	3	0	-6	0	6
지배주주순이익	4	-2	-5	0	4
EPS(원)	67	-35	-105	3	73
증가율(%)	1,295.2	-151.4	203.4	-102.7	2,504.8
영업이익률(%)	1.5	0.0	-0.6	0.0	3.2
순이익률(%)	3.0	-1.4	-3.2	0.0	2.1
ROE(%)	2.0	-1.0	-3.4	0.1	2.5
PER	659.6	-1,118.7	-417.3	19,327.1	742.0
PBR	12.4	12.0	15.1	18.7	18.3
EV/EBITDA	417.9	597.9	600.2	690.4	311.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 바토클리맙의 갑상선안병증(TED) 임상 3상은 부작용으로 고용량→저용량 투여로 설계

Batoclimab TED Phase 3 Trial Design Overview

Step-down dosing design with patients randomized 2:1 to receive masked batoclimab 680 mg SC QW for 12 weeks followed by batoclimab 340 mg SC QW injection for 12 weeks, or matching placebo SC QW for 24 weeks



자료: Roivant, IBK투자증권

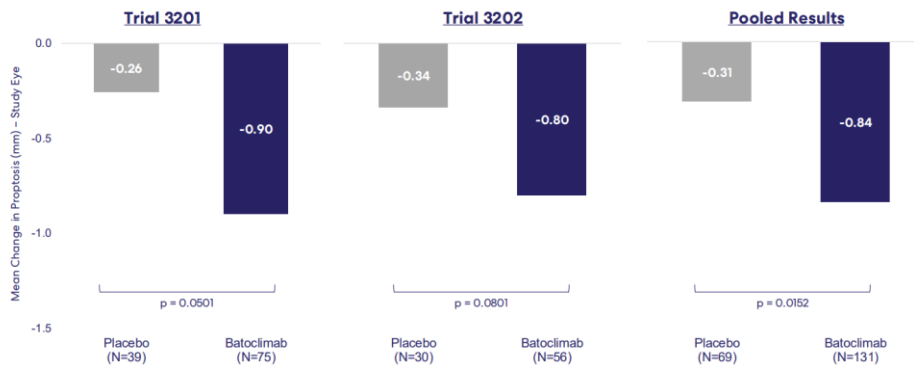
표 1. 바토클리맙의 갑상선안병증 글로벌 임상 3상 결과

구분	IMVT-1401-3201		IMVT-1401-3202	
	바토클리맙 투약군	위약군	바토클리맙 투약군	위약군
환자 수	75명	39명	56명	30명
24주차 안구돌출반응률(Proptosis Responder Rate)	23%	15%	18%	20%
p-value	0.1953		0.7723	
24주 투여 기간 동안 발생한 치료유발 이상반응	63.50%	41.00%	54.45%	37.90%
치료유발 중대이상반응	0	0	3.50%	0

자료: 한올바이오파마, IBK투자증권

그림 2. 바토클리맙의 갑상선안병증(TED) 2건의 임상 3상의 통합 결과(12주차) 통계적 유의성 확보

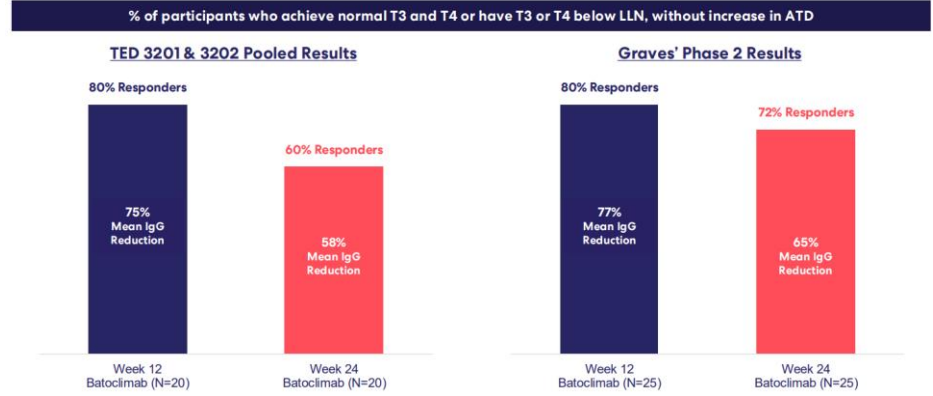
Mean Change From Baseline in Proptosis at Week 12 Is Nominally Significant in the Pooled 3201 and 3202 Study Populations



자료: Roivant, IBK투자증권

그림 3. IgG 감소율이 높을수록 갑상선 호르몬(T3 및 T4)이 정상 범위/하한 도달하는 것을 확인

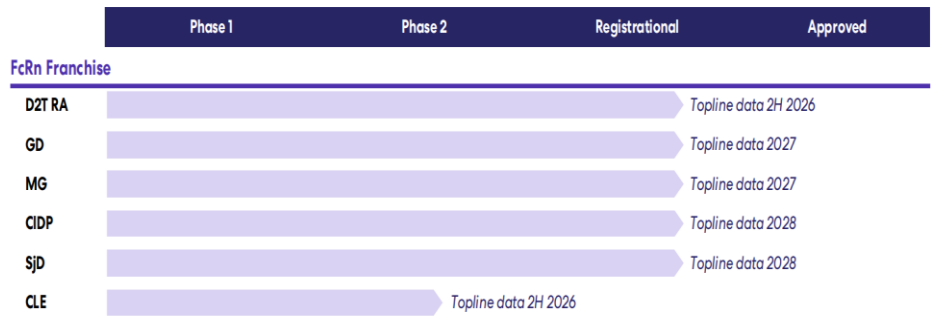
TED Phase 3 Hyperthyroid Subpopulation Demonstrates Similar Response Rates to Graves' Phase 2 Study



자료: Roivant, IBK투자증권

그림 4. IMVT-1402 임상 데이터 발표 예정 시기

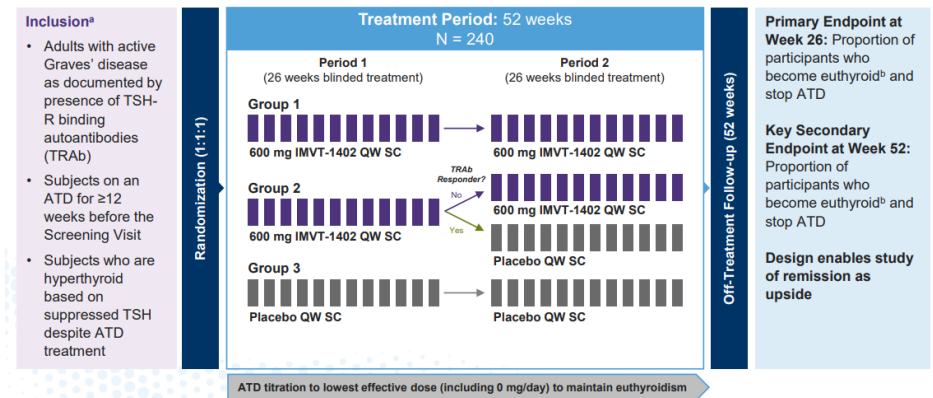
High-Value Pipeline, Delivering Series of Near-Term Catalysts



자료: Roivant, IBK투자증권

그림 5. IMVT-1402의 그레이브스병 등록 임상 디자인(1)

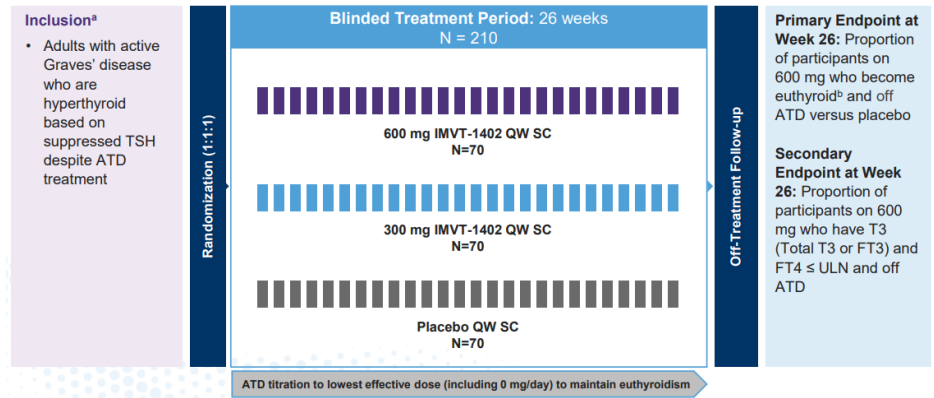
IMVT-1402 potentially registrational trial in Graves' disease



자료: Immunovant, IBK투자증권

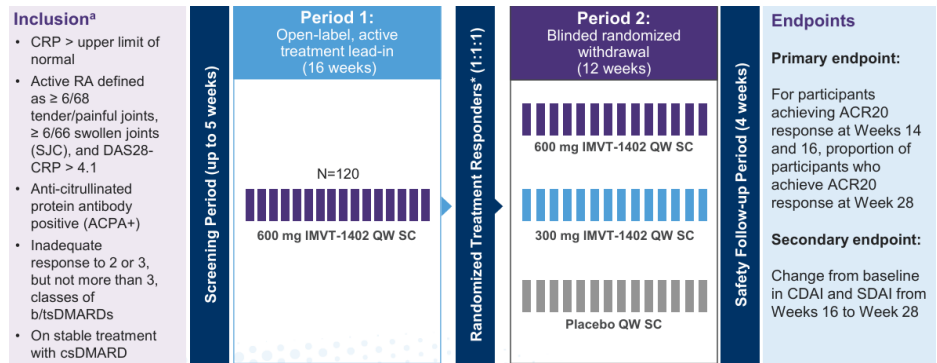
그림 6. IMVT-1402의 그레이브스병 등록 임상 디자인(2)

IMVT-1402 second potentially registrational trial in Graves' disease



자료: Immunovant, IBK투자증권

그림 7. IMVT-1402의 ACPA 양성 난치성 류마티스관절염 임상 디자인



자료: Immunovant, IBK투자증권

표 2. IMVT-1402 신약가치 Valuation

(단위: \$M, 십억 원)

	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)	70,000		71,268	71,695	72,125	72,558	72,993	73,431	73,872	74,315
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)	87,000		88,575	89,107	89,642	90,179	90,720	91,265	91,812	92,363
피부 홍반 루푸스(명)	75,000		76,358	76,816	77,277	77,741	78,207	78,677	79,149	79,623
예상 시장 침투율										
그레이브스병(2029년 출시)			0.50%	1%	3%	4%	5%	6%	8%	10%
난치성 류마티스관절염(2029년 출시)			0.50%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	5%
중증근무력증(2029년 출시)			0.50%	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%
피부 홍반 루푸스(2031년 출시)					1%	1%	2%	3%	4%	5%
IMVT-1402 매출액			399	897	2,389	3,283	4,324	5,342	7,165	9,010
경상 로열티(5~13% 가정)			20	45	167	295	432	588	860	1,171
원화 환산(환율 1,400원 가정)			28	63	234	414	605	823	1,204	1,640
세후 이익(세율 20% 가정)			22	50	187	331	484	658	963	1,312
NPV(할인율 10% 가정)	1,824									
TV(할인율 10%, 영구성장률 -5% 가정)									8,746	
PV of TV(할인율 10% 가정)	3,709									
미국 시장 가치	5,533									
그 외 시장 가치 (20% 가정)	1,107									
합산 파이프라인 가치	6,640									
nNPV (성공확률 50% 적용)	3,320									
주당 가치(원)	63,500									

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 미우노반트의 자료 참고해서 산출함, 출시 일정은 등록 임상 탐라인 데이터 발표 2년 이후로 가정함

한올바이오파마 (009420)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	135	139	155	170	188
증가율(%)	22.7	3.0	11.7	9.4	10.7
매출원가	60	66	74	82	90
매출총이익	75	73	81	88	98
매출총이익률 (%)	55.6	52.5	52.3	51.8	52.1
판매비	73	73	82	87	93
판매비율(%)	54.1	52.5	52.9	51.2	49.5
영업이익	2	0	-1	0	6
증가율(%)	46.9	-89.6	na	-114.4	na
영업이익률(%)	1.5	0.0	-0.6	0.0	3.2
순금융손익	3	0	0	0	0
이자손익	1	0	0	0	0
기타	2	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-1	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	-5	0	0
세전이익	3	0	-6	0	6
법인세	0	2	-1	0	2
법인세율	0.0	na	16.7	na	33.3
계속사업이익	4	-2	-5	0	4
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-2	-5	0	4
증가율(%)	na	-151.4	203.4	-102.7	na
당기순이익률 (%)	3.0	-1.4	-3.2	0.0	2.1
지배주주당기순이익	4	-2	-5	0	4
기타포괄이익	12	-18	-11	0	0
총포괄이익	15	-20	-16	0	4
EBITDA	5	3	4	4	9
증가율(%)	19.7	-38.6	13.1	8.2	121.5
EBITDA마진율(%)	3.7	2.2	2.6	2.4	4.8

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	67	-35	-105	3	73
BPS	3,565	3,223	2,900	2,903	2,976
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	659.6	-1,118.7	-417.3	19,327.1	742.0
PBR	12.4	12.0	15.1	18.7	18.3
EV/EBITDA	417.9	597.9	600.2	690.4	311.2
성장성지표(%)					
매출증가율	22.7	3.0	11.7	9.4	10.7
EPS증가율	1,295.2	-151.4	203.4	-102.7	2,504.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	2.0	-1.0	-3.4	0.1	2.5
ROA	1.5	-0.8	-2.7	0.1	1.9
ROIC	5.0	-2.2	-5.6	0.1	3.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	28.7	26.5	26.9	30.6	32.8
순차입금 비율(%)	-17.7	-9.5	-6.6	-6.6	-9.0
이자보상배율(배)	34.6	3.2	-10.8	1.7	73.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.4	9.0	10.1	10.7	11.3
재고자산회전율	4.7	4.0	4.1	4.2	4.2
총자산회전율	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	114	85	69	76	85
현금및현금성자산	34	16	11	10	14
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	16	15	16	16	17
재고자산	32	38	37	43	47
비유동자산	126	128	123	122	121
유형자산	18	17	16	13	11
무형자산	33	52	60	60	59
투자자산	60	44	34	34	34
자산총계	240	213	192	198	206
유동부채	38	35	35	39	43
매입채무및기타채무	11	11	12	14	15
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	10	6	7	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	54	45	41	46	51
지배주주지분	186	168	151	152	155
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	115	117	119	119	119
자본조정등	-8	-7	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	21	6	-4	-4	-4
이익잉여금	31	26	21	21	25
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	186	168	151	152	155
비이자부채	53	44	40	45	50
총차입금	1	1	1	1	1
순차입금	-33	-16	-10	-10	-14

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	30	9	15	0	4
당기순이익	4	-2	-5	0	4
비현금성 비용 및 수익	6	8	13	4	3
유형자산감가상각비	3	3	3	2	2
무형자산상각비	0	0	2	2	2
운전자본변동	20	4	6	-4	-3
매출채권등의 감소	0	0	1	-1	-1
재고자산의 감소	-8	-6	-1	-5	-4
매입채무등의 증가	0	0	-1	2	1
기타 영업현금흐름	0	-1	1	0	0
투자활동 현금흐름	-12	-27	-12	-4	-3
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-2	-1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-7	-21	-10	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
기타	-2	-3	0	-3	-2
재무활동 현금흐름	-1	1	-8	4	3
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1	1	-8	4	3
기타 및 조정	0	0	-1	0	0
현금의 증가	17	-17	-6	0	4
기초현금	17	34	16	11	10
기말현금	34	16	11	10	14

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												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	92.7
Trading Buy (중립)	10	6.7
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

