한올바이오파마 (009420)

내년에도 기대할 것이 많아졌습니다

BUY (신규)

목표주가(12M)	80,000원
현재주가(11.10)	46,700원

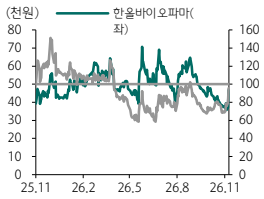
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,239.13
52주 최고/최저(원)	70,700/35,700
시가총액(십억원)	2,439.6
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	52,240.6
60일 평균 거래량(천주)	259.0
60일 평균 거래대금(십억원)	13.0
외국인지분율(%)	5.64
주요주주 지분율(%)	
대웅제약 외 3 인	31.28
국민연금공단	10.63

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	169.8	190.0
영업이익(십억원)	6.7	11.8
순이익(십억원)	(11.3)	7.8
EPS(원)	(186)	80
BPS(원)	3,142	3,221

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	138.9	155.2	169.3	177.3
영업이익	0.2	(0.9)	12.0	10.6
세전이익	(0.2)	(6.2)	(13.9)	9.8
순이익	(1.8)	(5.6)	(12.3)	8.6
EPS	(35)	(106)	(236)	164
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(1,104.29)	(412.74)	(197.88)	284.76
PBR	11.16	12.96	13.40	12.79
EV/EBITDA	595.60	866.72	130.74	149.17
ROE	(1.02)	(3.37)	(7.47)	4.96
BPS	3,464	3,376	3,486	3,650
DPS	0	0	0	0



Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 이희경 hk.lee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

D2T RA 2b상 Period 2 결과: 기대가 낮았던 만큼 서프라이즈

기존 2가지 이상 기전의 치료제에 불응한 난치성 류마티스 관절염 환자(이하 D2T RA) 170명 대상으로, 지난 period 1에서 16주 오픈라벨로 600mg을 투여한 결과는 2026년5월에 공개했고, Immunovant가 11월9일에 발표한 것은 이어서 12주(period 2)를 투여한 결과이다. 앞서 period 1에서 600mg 투여한 환자 중 일부가 period 2에서는 위약으로 배정되기 때문에 p-value를 달성하지 못할 것이라는 의견이 지배적이었다. 그러나 이를 뒤집고 600mg 지속 투약군에서는 p-value도 달성했다. 지난 11월3일 발간한 리포트에서 "단순히 p-value만 볼게 아니라, ACR20의 절대 값 수준(600mg 지속 투여군에서 16주차 ACR20인 72.7% 보다 높은 값)"이 중요하다고 언급했는데, 600mg 지속 투여군의 ACR20 값은 92.5%여서 우리가 기대했던 수치도 보여주었다.

Batoclimab 대비 IMVT-1402가 갖는 전략적 이점을 임상으로 입증한 첫 사례

Batoclimab의 가장 큰 문제점은 고콜레스테롤혈증 때문에 지속적인 고용량 투여가 불가능하여 수 주 투약 후 용량을 낮추어야 한다는 점이다. IMVT-1402는 Batoclimab과 달리 결합 위치(epitope)가 알부민과 경쟁하지 않게 설계되어 고콜레스테롤혈증을 우려하지 않아도 된다. 따라서 투약 계획 기간 동안 지속적으로 고용량 투여가 가능하다. 이번 IMVT-1402의 D2T RA 결과에서 300mg은 ACR20 값 75%로 위약 75.6%와 거의 유사하여 유의한 차이를 보이지 못했으나, 600mg을 지속 투여할 수 있게 설계된 IMVT-1402의 개발 전략상 용량이 낮아진 경우의 결과는 그리 중요치 않다는 판단이다. 한편, 이뮤노반트는 300mg 투약군에서 더 개선된 효과를 보지 못한 이유가 FcRn 적응증에서 IgG 억제의 깊이가 중요하기 때문이라 설명했고, 이 계열 후보물질들이 TED 실패로 반복되는 것처럼 병리 기전이 되는 신호를 직접 억제하지 않는다면 잔존하는 자가항체의 영향은 상당한 것 같다. IMVT-1402는 batoclimab 대비 개선된 성질을 갖는 후보물질이나 이를 임상적으로 입증할 첫 기회였던 CLE가 실패하여 아쉬웠다(FIC로 리스크가 컸지만). 이제 D2T RA에서 개발 전략이 임상적으로 입증되었으니 앞으로의 탑라인 발표도 기대할 수 있게 되었다.

커버리지 개시: 목표 주가 80,000원, '27년에 MG와 GD 임상 발표를 기대하며

IMVT-1402의 가치는 약 3.7조원, 영업가치 및 순현금을 더하여 총 기업가치 3.8조원으로 판단하였다. Vyvgart의 쇼그렌 증후군 임상 실패를 인식해 Immunovant가 이 적응증 개발은 유보 했으므로, 11월3일자의 IMVT-1402 가치에서 쇼그렌 증후군 value를 제외하고, D2T RA 임상 성공에 따른 위험 할인을 50%에서 40%로 줄였으며, 예상 시장 침투율을 추가 조정했다. 올해 말부터 D2T RA에 대해 FDA와 허가 개발 방향을 협의할 예정이고, 이어 '27년에 GD(2b상), MG(3상)의 허가 목적 임상 탑라인 데이터를 발표할 예정이다. 내년 GD, MG 등에서 Vyvgart 대비 우수한 효과를 입증한다면 TP 추가 상승 여력은 충분하다.

도표 1. IMVT-1402의 2028년까지 주목할 허가용 임상 탑라인 발표 일정

적응증	개발단계	분야	2H26	2027	2028
ACPA(+) D2T RA	US/EU 2b상	Rheumatology	28주차 탑라인 (NCT06754462; 2026.11.09 발표-성공)	-	-
GD	US/EU 2b상 (허가용)	Endocrinology	-	full-data 탑라인 (NCT06727604, NCT07018323; 종료예정일 2028.06)	-
MG	US 3상	Neurology	-	full-data 탑라인 (NCT07039916; 종료예정일 2027.12)	-
~~SjD~~	~~US 2b상~~	~~Rheumatology~~	-	-	~~full-data 탑라인 (NCT06979531; 종료예정일 2028.07)~~
CIDP	US 2b상	Neurology	-	-	full-data 탑라인 (NCT07032662; 종료예정일 2028.08)

주: 임상종료예정일은 Primary Completion date(E) 기준으로 작성함
자료: 한올바이오파마

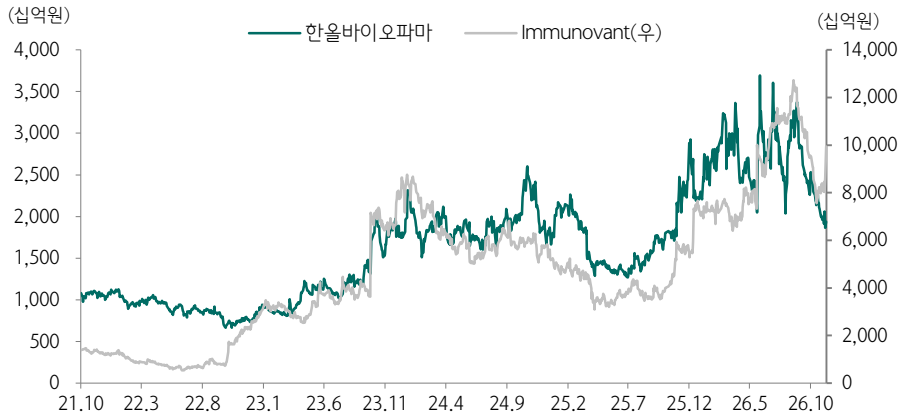
도표 2. IMVT-1402의 진행 중인 임상 정리

적응증	GD (첫번째)	GD (두번째)	GD (세번째)	CIDP	MG	SjD
NCT #	NCT06727604	NCT07018323	NCT07286006	NCT07032662	NCT07039916	NCT06979531
임상 단계	2b상	2b상	2상 장기연장시험	2b상	3상	2b상
환자 수	240명	210명	372명	162명	231명	180명
임상개시일	2024.12.17	2025.06.19	2026.01.26	2025.03.18	2025.05.27	2025.06.30
임상완료예정일	2028.06	2027.05	2030.03	2030.05	2028.12	2029.07
임상 방식	SC QW G1: 600mg 52주 G2: 600mg 26주 → 투약지속 or 위약 26주 G3: 위약 52주	SC QW 26주 600mg vs 300mg vs 위약(1:1:1)	OLE, GD 상태에 따라 환자 분류 G1: 600mg, 최대 52주 G2·3: 시험약 투여 없이 추적	SC QW Period 1(24주): 600mg vs. 위약 Period 2: 추가 52주 투여	SC QW Period 1(12주): 600mg vs. 300mg vs. 위약 Period 2(+14주): 위약군 → 600mg 전환 Period 3: 52주 연장	SC QW Period 1(25주): 300mg vs. 600mg vs. 위약 Period 2(+24주): 동일 용량 24주 지속
1차 평가지표	26주차 ATD 중단 후 정상갑상선기능 달성 환자	26주차 ATD 중단 후 정상갑상선기능 달성 환자	G1: 휴약ATD 중단하며 52주 간 정상 갑상선 기능 유지	26주차 무재발환자 비율 (재발=alNCAT 1점 이상 악화)	항체 양성 환자의 12주 MG-ADL 변화	26주차 clinESSDAI 변화
탑라인 예상 시기	2027(Full Data)	2027(Full Data)	미공개 (장기 연장시험)	2028(Full Data)	2027(Full Data)	2028(Full Data)

주: TRAb, 갑상선 자극 호르몬 수용체 자가항체; PhGA, 의사 전반적 평가 점수; CDAI, 임상적 질병 활성도 지수; SDAI, 단순화된 질병 활성도 지수; ULN, under limit of normal; OLE, Open Label Extension; alNCAT, adjusted 염증성신경병증 원인 및 치료 점수; I-RODS, INCAT 종합 장애 척도; MRC-SS, Medical Research Council 근력 합산 점수; MG-ADL, 중증근무력증 일상생활 수행능력 지수; QMG, 정량적중증근무력증 점수; CDAI, 임상적 질병 활성도 지수; SDAI, 단순화된 질병 활성도 지수; CAS, 임상적 활성도 점수
자료: 하나증권

한올바이오파마와 IMVT는 주가가 동행하는 경향

도표 3. 한올바이오파마와 Immunovant 5개년치 시가총액 추이

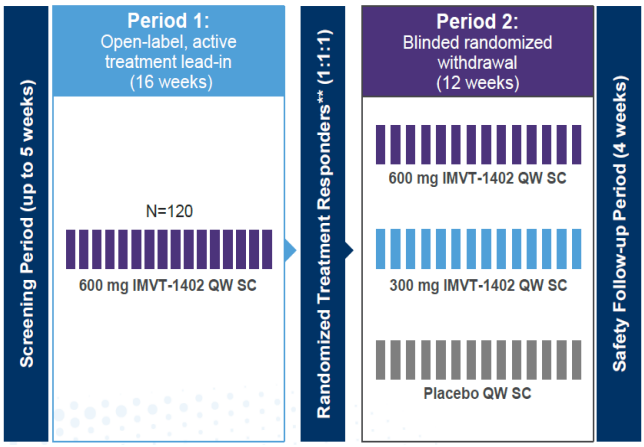


주: Immunovant 시가총액은 전 기간에 걸쳐 환율 1,370원/달러 일괄 적용하여 원화로 환산
자료: Quantiwise, 각 사, 하나증권

도표 4. IMVT-1402의 ACPA_D2T RA 허가 임상2b상 디자인 (NCT06754462); 2026.11.09 발표

[Inclusion(선정기준)]

- hsCRP가 ULN 이상
- 활동성 RA: 압통 관절 수 ≥6/68, SJC ≥6/66, DAS28-CRP >4.1
- IgG형 ACPA 양성
- b/tsDMARD 2~4개 계열에 반응 불충분(2개 이상, 4개 이하)
- csDMARD를 안정적 용량으로 병용 중



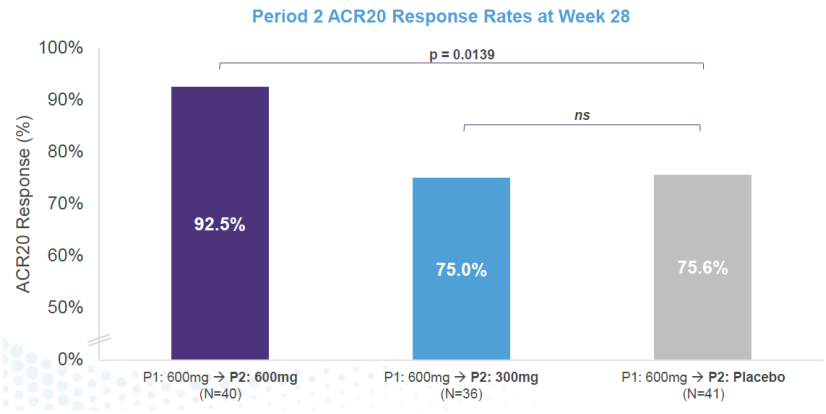
[Endpoints(평가변수)]

- 1차 평가변수: 14주차와 16주차에 모두 ACR20 반응을 달성한 환자 중, 28주차에 ACR20 반응을 유지한 환자 비율
- 2차 평가변수: Period 2 참여 환자에서 16주차 대비 28주차의 CDAI 및 SDAI 변화

주1: ACR20은 20% 이상, ACR50은 50% 이상, ACR70은 70% 이상 증상이 개선된 환자 비율; ACR(American College of Rheumatology)은 RA 평가 기준
주2: hsCRP(high-sensitivity C-Reactive Protein), 염증지표; ULN, under limit of normal; SJC(Swollen Joint Count), 부종 관절 수; ACPA(Anit-Citrullinated Protein Antibody), RA의 자가항체; 68/66관절수, 표준 관절 평가 체계; DAS28-CRP(Disease Activity Score 28 using CRP) 28개 관절의 압통·부종 수, CRP, 환자 전반 평가를 합산한 활성도 점수; b/tsDMARD(biologic/targeted synthetic Disease-Modifying Anti-Rheumatic Drug), 생물학적 제제(TNF 저해제, IL-6R 억제제, abatacept, rituximab 등)와 표적 합성 제제(JAK 억제제); csDMARD(conventional synthetic DMARD, 기존 표준 치료제(MTX, leflunomide, sulfasalazine, HCQ 등). 배경 치료로 유지; CDAI(Clinical Disease Activity Index), 28개 관절 압통 수 + 부종 수 + 환자 전반 평가(0~10) + 의사 전반 평가(0~10). 0~76점. ≤2.8 관해, ≤10 저활성, ≤22 중등도, >22 고활성; SDAI(Simplified Disease Activity Index), CDAI에 CRP(mg/dL)를 더한 지표. ≤3.3 관해, ≤11 저활성, ≤26 중등도, >26 고활성
자료: Immunovant IR (2026.09), 하나증권

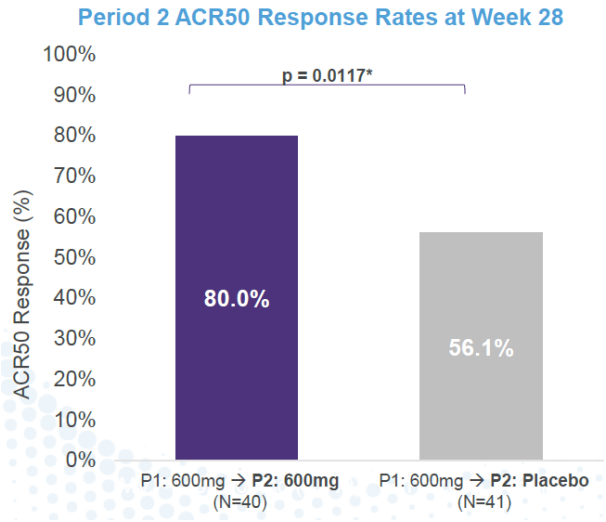
600mg 지속 투여 군은
통계적 유효성 충족

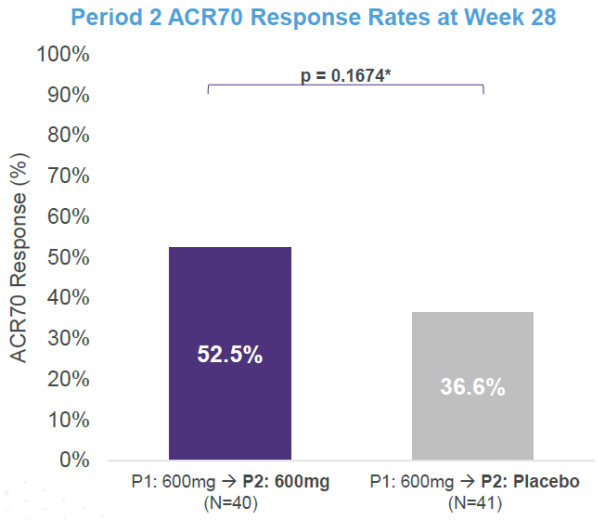
도표 5. IMVT-1402의 D2T RA 2b상 28주차 결과 중 ACR20 값 (1차 지표)



자료: Immunovant IR (2026.11.09)

도표 6. IMVT-1402의 D2T RA 2b상 28주차 결과 중 ACR50, 70 값 (더 깊이 있는 반응)





자료: Immunovant IR (2026.11.09)

부작용으로 인한
중단 없음

도표 7. IMVT-1402의 D2T RA 2b상 부작용

n (%)	IMVT-1402 600mg	IMVT-1402 300mg	Placebo
N (Period 2)	40	35	39
Any Treatment-Emergent Adverse Event (TEAE)	9 (22.5%)	10 (28.6%)	12 (30.8%)
Grade ≥3 TEAE	0	0	0
Any Serious Adverse Event	0	0	0
Any TEAE Leading to Treatment Discontinuation	0	0	0
Any Adverse Event of Special Interest	6 (15.0%)	9 (25.7%)	8 (20.5%)

자료: Immunovant IR (2026.11.09)

도표 8. 한올바이오파마 분기별 실적 전망 (십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F
매출액	**40.0**	**44.3**	**39.9**	**45.0**	**44.0**	**44.7**	**42.9**	**45.6**	**169.3**	**177.3**
YoY	*10.7%*	*8.8%*	*-2.2%*	*20.0%*	*9.9%*	*0.9%*	*7.6%*	*1.3%*	*9.1%*	*4.7%*
QoQ	*6.6%*	*10.6%*	*-9.9%*	*12.9%*	*-2.3%*	*1.6%*	*-3.9%*	*6.3%*		
제품매출	21.0	21.4	18.1	21.9	22.1	22.4	19.0	22.9	82.5	86.4
YoY	*19.7%*	*6.2%*	*-16.3%*	*4.8%*	*4.8%*	*4.8%*	*4.8%*	*4.8%*	*2.7%*	*4.8%*
QoQ	*0.8%*	*1.7%*	*-15.2%*	*20.6%*	*0.8%*	*1.7%*	*-15.2%*	*20.6%*		
상품매출*	16.6	16.7	17.7	16.7	17.8	17.8	18.9	17.9	67.7	72.3
YoY	*7.3%*	*7.7%*	*5.3%*	*7.3%*	*6.9%*	*6.8%*	*6.5%*	*6.9%*	*6.8%*	*6.8%*
QoQ	*6.7%*	*0.3%*	*6.4%*	*-5.8%*	*6.3%*	*0.2%*	*6.2%*	*-5.5%*		
기술료 수익	1.4	5.5	0.1	2.7	0.7	0.8	0.8	0.8	9.7	3.2
YoY	*-33.7%*	*30.4%*	*-94.9%*	*945.7%*	*-47.6%*	*-85.8%*	*984.5%*	*-69.1%*	*20.2%*	*-67.2%*
QoQ	*446.9%*	*284.3%*	*-98.6%*	*3545.0%*	*-72.6%*	*4.3%*	*4.1%*	*3.9%*		
기타 (수탁, 수출 등)	3.1	3.6	4.0	3.7	3.4	3.7	4.2	4.0	14.3	15.4
YoY	*38.7%*	*-8.0%*	*2.3%*	*11.0%*	*11.0%*	*4.0%*	*7.1%*	*8.3%*	*7.6%*	*7.5%*
QoQ	*-7.7%*	*14.9%*	*11.3%*	*-6.0%*	*-7.7%*	*7.7%*	*14.5%*	*-4.9%*		
매출원가	**18.7**	**19.5**	**20.3**	**20.2**	**20.7**	**21.3**	**20.6**	**21.6**	**78.8**	**84.1**
YoY	*10.4%*	*4.0%*	*3.0%*	*7.1%*	*10.8%*	*9.0%*	*1.1%*	*6.8%*	*6.0%*	*6.8%*
QoQ	*-1.0%*	*4.2%*	*4.4%*	*-0.6%*	*2.4%*	*2.6%*	*-3.3%*	*5.1%*		
원가율(%)	*46.7%*	*44.0%*	*51.0%*	*44.9%*	*47.1%*	*47.6%*	*47.9%*	*47.3%*	*46.5%*	*47.5%*
매출총이익	**21.3**	**24.8**	**19.6**	**24.8**	**23.3**	**23.4**	**22.4**	**24.0**	**90.5**	**93.1**
YoY	*11.0%*	*13.0%*	*-7.1%*	*33.0%*	*9.2%*	*-5.4%*	*14.4%*	*-3.1%*	*11.9%*	*2.9%*
QoQ	*14.3%*	*16.2%*	*-21.1%*	*26.9%*	*-6.2%*	*0.7%*	*-4.5%*	*7.4%*		
GPM(%)	*53.3%*	*56.0%*	*49.0%*	*55.1%*	*52.9%*	*52.4%*	*52.1%*	*52.7%*	*53.5%*	*52.5%*
판관비	17.0	15.5	16.1	17.1	17.3	17.3	16.9	17.9	65.7	69.4
YoY	*16.7%*	*3.9%*	*0.9%*	*0.3%*	*1.7%*	*12.1%*	*5.0%*	*4.5%*	*5.1%*	*5.7%*
QoQ	*-0.8%*	*-8.9%*	*4.0%*	*6.6%*	*0.7%*	*0.4%*	*-2.6%*	*6.1%*		
경상연구비	3.5	3.7	2.2	3.4	3.4	3.3	3.0	3.4	12.8	13.2
YoY	*-30.5%*	*-37.0%*	*-53.7%*	*-5.0%*	*-4.2%*	*-10.7%*	*37.9%*	*1.0%*	*-33.5%*	*2.5%*
QoQ	*-1.6%*	*5.9%*	*-40.7%*	*53.7%*	*-0.8%*	*-1.2%*	*-8.4%*	*12.5%*		
영업이익	**0.8**	**5.6**	**1.3**	**4.3**	**2.6**	**2.8**	**2.5**	**2.7**	**12.0**	**10.6**
YoY	*-312.6%*	*388.5%*	*265.1%*	*-311.9%*	*215.8%*	*-50.5%*	*92.6%*	*-37.1%*	*-1408.5%*	*-11.9%*
QoQ	*-141.6%*	*567.4%*	*-77.2%*	*235.4%*	*-38.0%*	*4.5%*	*-11.4%*	*9.6%*		
OPM(%)	*2.1%*	*12.6%*	*3.2%*	*9.5%*	*6.0%*	*6.2%*	*5.7%*	*5.9%*	*7.1%*	*6.0%*
법인세차감전이익	0.6	(21.5)	3.0	4.1	2.4	2.6	2.3	2.5	(13.8)	9.8
당기순이익	0.3	(19.2)	3.1	3.5	2.1	2.2	2.0	2.2	(12.3)	8.6
YoY	*-232.5%*	*-3311.3%*	*924.2%*	*-156.7%*	*667.6%*	*-111.7%*	*-34.5%*	*-37.9%*	*122.1%*	*-169.3%*
QoQ	*-104.4%*	*-7092.1%*	*-115.9%*	*15.8%*	*-40.5%*	*6.2%*	*-10.5%*	*9.7%*		

자료: 하나증권

도표 9. IMVT-1402 가치 추정 (쇼그렌 증후군 Value 제거)

(명, 백만달러, 십억원)

		2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
미국 시장 유효 환자 수(명)												
D2T RA		87,750	88,628	89,514	90,409	91,313	92,226	93,148	94,080	95,021	95,971	96,931
GD		330,000	333,300	336,633	339,999	343,399	346,833	350,302	353,805	357,343	360,916	364,525
MG		20,000	20,200	20,402	20,606	20,812	21,020	21,230	21,443	21,657	21,874	22,092
CIDP		16,000	16,160	16,322	16,485	16,650	16,816	16,984	17,154	17,326	17,499	17,674
예상 시장 침투율												
D2T RA		0%	0%	0%	0%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%	2.9%	3.5%	4.1%
GD		0%	0%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%	2.9%	3.5%	4.1%	4.7%	5.3%
MG		0%	0%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%	2.9%	3.5%	4.1%	4.7%	5.3%
CIDP		0%	0%	0%	0%	0.5%	1.1%	1.7%	2.3%	2.9%	3.5%	4.1%
매출 환산												
IMVT-1402 매출(mln$)		0.0	0.0	776.6	1,725.6	2,928.4	4,202.5	5,501.7	6,826.5	8,177.3	9,554.4	10,958.3
한올 수령 로열티(mln$)		0.0	0.0	38.8	86.3	146.4	252.1	385.1	546.1	817.7	1,051.0	1,315.0
적용 로열티율		*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*6%*	*7%*	*8.0%*	*10.0%*	*11.0%*	*12.0%*
한올 수령 마일스톤(mln$)		0.0	0.0	45.3	0.0	45.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율			*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*
한올 수령 기술료 수익(십억원)			**0.0**	**115.2**	**118.2**	**262.6**	**345.4**	**527.6**	**748.2**	**1,120.3**	**1,439.9**	**1,801.5**
NOPLAT	80%		0.0	92.2	94.6	210.1	276.4	422.1	598.6	896.2	1,151.9	1,441.2
WACC	*10.20%*											
영구성장률	*4.5%*											
PV of FCFF			0.0	75.9	70.7	142.5	170.1	235.7	303.3	412.1	480.7	545.8
Sum of PV of FCFF	2,436.6											
Terminal Value	10,003.6											
PV of Terminal Value	3,788.1											
파이프라인 가치	**6,224.7**											
할인요소	*60%* (임상 risk; 3상 성공률로 추정)											
할인된 파이프라인 가치(십억원)	**3,734.8**											

주 1: 환자 1 인당 약가는 $435,032 로 추정($16,732 를 52 주 투여, Net sales 를 기준으로 로열티 추정해야 하고 휴지기도 고려해야 하므로 Vyvgart Peak sales $12B 임을 고려해 산출된 약가를 50% 할인); 환자 성장률 1%로 추정; 각 환자의 인구 수는 한올바이오파마와 Immunovant 의 IR 자료 참고

주 2: 로열티는 매출 3B$까지 5%; 이후 매출 1B$당 1%씩 증가; D2T RA 로 더 깊은 효과의 임상적 입증 고려해, 예상 시장 침투율을 2036F 최대 4.5%에서 5.3%로 상향 조정 하였다.

주 3: 할인요소는 '23 년 IQUVIA 조사 (http://www.bosa.co.kr/news/articleView.html?idxno=2192944) 기준으로 임상 3 상 성공률 60%(54%에서 올림), FDA 승인확률 80%(74%에서 올림)로 추정함

자료: 하나증권

도표 10. 중국 batoclimab 기술료 수익 추정

(명, 백만달러, 십억원)

		2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
중국 시장 유효 환자 수(명)												
MG		84,784	85,632	86,488	87,353	88,227	89,109	90,000	90,900	91,809	92,727	93,655
예상 시장 침투율												
MG		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
매출 환산												
Batoclimab 매출(mln$)		0.0	93.1	188.1	285.0	383.8	484.6	587.3	692.0	798.8	907.6	1,018.6
한올 수령 로열티(mln$)		0.0	4.7	9.4	14.3	19.2	24.2	29.4	34.6	39.9	45.4	50.9
적용 로열티율		*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*
한올 수령 마일스톤(mln$)		4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율		*1,350*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*	*1,370*
리스크	50%	(낮은 질병 인지도, 1402 대비 높은 부작용으로 낮은 경쟁 강도)										
한올 수령 기술료 수익(십억원)		**2.7**	**3.2**	**6.4**	**9.8**	**13.1**	**16.6**	**20.1**	**23.7**	**27.4**	**31.1**	**34.9**

주: 중국의 인구 수와 미국 인구 수의 차이를 고려하여 MG 환자 수 84,784 명으로 추정; 중국 약가가 미국 약가의 50% 이상 저렴(Leqvio 경우)한 것을 고려하여 약가 50% 추가할인; batoclimab 이 IMVT-1402 보다 경쟁 강도가 낮은 것을 고려하여 추가 50% 할인함

자료: 하나증권

도표 11. 한올바이오파마 밸류에이션 (십억원, 원)

구분	내용	비고
27년 EBITDA	13.0	
WACC	10.2%	
현가 EBITDA	11.8	'27F EBITDA의 현가화
Target EV/EBITDA	7.0	*주석2 참고
영업가치	**82.6**	
순현금	15.0	26F 기말 순현금
비영업가치(PV)	**3,734.8**	
IMVT-1402	3,734.8	
적정 기업가치	**3,832.4**	
주식 수(주)	52,240,638	
적정주가(원)	**80,000**	(만원 단위 미만 절상)
현재주가(원)	46,700	
상승여력	71.3%	

주1: 미국 Immunovant의 시가 총액은 약 8.1조원(2026.10.30 기준; 환율 1,350원/달러)
주2: Target EV/EBITDA: Peer(대웅제약, HK이노엔, 종근당, 동아에스티의 Fwd12m EV/EBITDA 평균에서 올림)
자료: 하나증권

도표 12. 국내 Peer 제약사 지표(2026.11.10 종가 기준) (단위: 조원, 십억원, 배)

기업명	시가총액 (조원)	매출액 (Fwd.12M)	영업이익 (Fwd.12M)	OPM (Fwd.12M)	ROE (Fwd.12M)	P/E (FY1)	P/E (FY2)	P/B (FY1)	P/B (FY2)	P/S (FY1)	P/S (FY2)	EV/EBITDA (FY1)	EV/EBITDA (FY2)	EV/EBITDA (Fwd.12M)
한올바이오파마	**2.4**	**188.3**	**11.4**	**6.1%**	**3.8**	**N/A**	**583.7**	**14.9**	**14.5**	**236.3**	**165.1**	**14.4**	**12.8**	**169.4**
한미약품	6.2	1,783.4	313.6	17.6%	13.6	18.8	27.3	3.8	3.4	10.9	14.9	3.4	3.5	14.4
유한양행	5.8	2,542.1	193.6	7.6%	7.6	39.4	28.0	2.4	2.3	26.3	20.0	2.6	2.3	20.4
녹십자	1.6	2,022.0	91.7	4.5%	5.9	6.9	20.6	1.1	1.1	12.9	12.1	0.8	0.8	12.1
대웅제약	1.2	1,717.5	203.5	11.8%	9.9	9.6	8.6	1.1	0.9	7.1	6.7	0.7	0.7	6.8
HK이노엔	1.0	1,122.9	140.4	12.5%	6.7	11.9	10.2	0.7	0.7	7.7	6.5	1.0	0.9	6.6
종근당	0.9	1,814.6	77.3	4.3%	6.5	12.7	11.9	0.8	0.7	6.5	5.2	0.5	0.5	5.3
동아에스티	0.3	882.8	51.0	5.8%	5.0	10.5	9.5	0.5	0.5	9.0	8.1	0.4	0.4	8.1
Peer 평균	**0.9**	**1,384.5**	**118.0**	**8.6%**	**7.0**	**11.2**	**10.0**	**0.8**	**0.7**	**7.6**	**6.6**	**0.6**	**0.6**	**6.7**

주: Peer는 유사한 이익 성장율과 시총을 갖는 대웅제약, HK이노엔, 종근당, 동아에스티로 선별
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**138.9**	**155.2**	**169.3**	**177.3**	**190.7**
매출원가	65.6	74.3	78.8	84.1	89.2
매출총이익	73.3	80.9	90.5	93.2	101.5
판관비	73.1	81.8	78.5	82.6	87.4
영업이익	**0.2**	**(0.9)**	**12.0**	**10.6**	**14.1**
금융손익	0.3	(4.1)	(1.6)	(0.7)	(0.6)
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.6)	(1.0)	(24.2)	0.0	0.0
세전이익	**(0.2)**	**(6.2)**	**(13.9)**	**9.8**	**13.6**
법인세	1.6	(0.6)	(1.5)	1.3	1.8
계속사업이익	(1.8)	(5.6)	(12.3)	8.6	11.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(1.8)**	**(5.6)**	**(12.3)**	**8.6**	**11.8**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**(1.8)**	**(5.6)**	**(12.3)**	**8.6**	**11.8**
지배주주지분포괄이익	(19.9)	(6.2)	5.6	8.6	11.8
NOPAT	2.3	(0.8)	10.6	9.2	12.3
EBITDA	3.4	2.6	14.9	13.0	16.3
성장성(%)					
매출액증가율	2.97	11.74	9.09	4.73	7.56
NOPAT증가율	(4.17)	적전	흑전	(13.21)	33.70
EBITDA증가율	(38.18)	(23.53)	473.08	(12.75)	25.38
영업이익증가율	(90.91)	적전	흑전	(11.67)	33.02
(지배주주)순익증가율	적전	적지	적지	흑전	37.21
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	37.80
수익성(%)					
매출총이익률	52.77	52.13	53.46	52.57	53.22
EBITDA이익률	2.45	1.68	8.80	7.33	8.55
영업이익률	0.14	(0.58)	7.09	5.98	7.39
계속사업이익률	(1.30)	(3.61)	(7.27)	4.85	6.19

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**85.4**	**84.9**	**102.2**	**109.6**	**122.1**
금융자산	24.7	24.8	30.3	36.8	43.7
현금성자산	16.4	24.7	30.2	36.7	43.6
매출채권	15.3	16.9	20.2	20.5	22.1
재고자산	37.7	38.1	45.7	46.3	49.9
기타유동자산	7.7	5.1	6.0	6.0	6.4
비유동자산	**127.5**	**140.3**	**149.3**	**150.9**	**153.2**
투자자산	44.4	44.0	68.6	72.7	77.2
금융자산	42.1	38.8	62.3	66.3	70.3
유형자산	17.0	15.9	13.4	11.3	9.5
무형자산	**51.8**	**64.6**	**55.9**	**55.5**	**55.1**
기타비유동자산	**14.3**	**15.8**	**11.4**	**11.4**	**11.4**
자산총계	**212.9**	**225.2**	**251.5**	**260.6**	**275.3**
유동부채	**34.7**	**44.5**	**63.6**	**64.0**	**66.7**
금융부채	0.7	16.3	29.8	29.8	29.9
매입채무	10.7	5.1	6.2	6.2	6.7
기타유동부채	23.3	23.1	27.6	28.0	30.1
비유동부채	**9.8**	**19.1**	**19.7**	**19.7**	**20.1**
금융부채	**0.7**	**15.6**	**15.5**	**15.5**	**15.5**
기타비유동부채	9.1	3.5	4.2	4.2	4.6
부채총계	**44.5**	**63.5**	**83.2**	**83.8**	**86.7**
지배주주지분	**168.4**	**161.7**	**168.3**	**176.8**	**188.6**
자본금	**26.1**	**26.1**	**26.1**	**26.1**	**26.1**
자본잉여금	116.8	120.5	122.7	122.7	122.7
자본조정	(7.4)	(11.6)	(12.8)	(12.8)	(12.8)
기타포괄이익누계액	6.4	5.6	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	26.5	21.1	8.8	17.4	29.2
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**168.4**	**161.7**	**168.3**	**176.8**	**188.6**
순금융부채	(23.3)	7.1	15.0	8.5	1.6

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(35)	(106)	(236)	164	226
BPS	3,464	3,376	3,486	3,650	3,876
CFPS	118	129	284	250	312
EBITDAPS	64	51	286	250	312
SPS	2,660	2,971	3,240	3,394	3,650
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(1,104.29)	(412.74)	(197.88)	284.76	206.64
PBR	11.16	12.96	13.40	12.79	12.05
PCFR	327.54	339.15	164.44	186.80	149.68
EV/EBITDA	595.60	866.72	130.74	149.17	119.10
PSR	14.53	14.73	14.41	13.76	12.79
재무비율(%)					
ROE	(1.02)	(3.37)	(7.47)	4.96	6.46
ROA	(0.80)	(2.54)	(5.17)	3.34	4.40
ROIC	2.66	(0.82)	10.48	9.61	13.02
부채비율	26.45	39.30	49.47	47.37	45.98
순부채비율	(13.82)	4.38	8.93	4.81	0.87
이자보상배율(배)	3.25	(6.43)	7.31	6.23	8.33

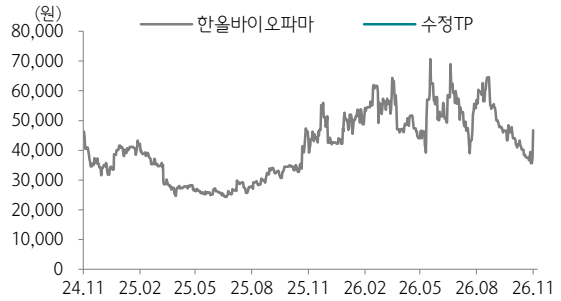
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**9.4**	**(2.3)**	**(4.3)**	**10.8**	**12.4**
당기순이익	(1.8)	(5.6)	(12.3)	8.6	11.8
조정	7.7	12.8	26.6	2.5	2.1
감가상각비	3.1	3.6	3.0	2.5	2.2
외환거래손익	0.1	(0.1)	0.4	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.2	0.1	0.0	0.0
기타	4.6	9.1	23.1	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	3.5	(9.5)	(18.6)	(0.3)	(1.5)
투자활동 현금흐름	**(27.5)**	**(18.8)**	**(8.4)**	**(4.1)**	**(4.5)**
투자자산감소(증가)	15.4	0.6	(24.5)	(4.1)	(4.5)
자본증가(감소)	(1.6)	(0.9)	(0.6)	0.0	0.0
기타	(41.3)	(18.5)	16.7	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**2.2**	**30.0**	**15.0**	**0.0**	**0.1**
금융부채증가(감소)	0.2	30.5	13.4	0.0	0.1
자본증가(감소)	1.7	3.7	2.2	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	(4.2)	(0.6)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(15.9)**	**8.8**	**5.4**	**6.5**	**6.9**
Unlevered CFO	6.2	6.7	14.8	13.0	16.3
Free Cash Flow	7.7	(3.3)	(4.8)	10.8	12.4

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한올바이오파마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.11.11	BUY	80,000		
26.11.3	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 11월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2026년 11월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.82%	3.18%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 11월 08일