

한올바이오파마 (009420.KS)

Round2 개시: 기업가치 성장 국면 진입 중

기업가치 평가 방식 변경. 1)IMVT 상대 시가총액, 2)batoclimab 아시아 권리, 3)국내 영업가치 제외. 1402 대형 적응증 임상 개시(4Q24), 허가용 임상 공개(1Q25) 주목. 기업 가치 본격 확장 국면 진입 중

Analyst **한승연, CFA**
02)768-7802, seungyeon.han@nhqv.com

작년은 Best In Class 증명, 올해는 본격 적응증 확장의 해

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 52,000원으로 16% 상향. 목표주가 상향은 밸류에이션 방식 변경에 기인, 크게 세 가지 주요 포인트 존재

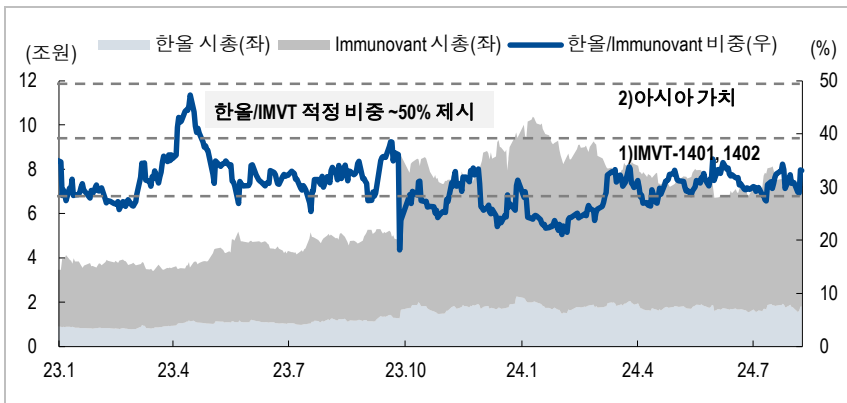
1)IMVT 파이프라인(1401, 1402): 기존 적응증별 rNPV 밸류에이션 방식에서 파트너사 Immunovant 시가총액의 상대가치 평가(적정가치 40% 제시)로 변경. 1401 상업화 전략 수정 가능성, 1402 본격 적응증 확장 고려한 것

IMVT 2분기 실적발표에서 1402 타임라인 신규 업데이트('24년 말까지 3개 적응증 IND 신청) 주목, **대형 적응증(류마티스 관절염, 쇼그렌, GD 추정)** 가능성. 추가로 내년 1분기까지 4~5개(MG, TED, CIDP, GD 추정) 허가용 임상 공개 예정. 즉, 작년이 1402의 Best In Class 증명한 해라면, **올해 하반기 1402는 FcRn의 핵심 투자포인트인 확장성 증명, IMVT 파이프라인 가치 상승 시작될 것**

기업가치 반영이 필요한 아시아 권리(중국, 일본)

2)batoclimab 아시아 권리: 소외된 중국(HBM9161)와 일본(HL161) 파이프라인(합산 4,900억원 추정) 가치 반영 필요. 고려 시, **쉽게 IMVT 대비 적정가치 약 50% 판단**. 향후, 중국 HL161ANS(1402) 추가 L/O 가능성도 존재
3)국내 영업가치 제외: 1401 상업화 전략 조정에 따른 기술료 수익 변동성 고려

Immunovant 대비 한올바이오 시가총액 비중 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

※ESG Index/Event는 125페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	52,000원 (상향)		
현재가 (24/08/09)	35,400원		
업종	의약품		
KOSPI / KOSDAQ	2,588.43 / 764.43		
시가총액(보통주)	1,849.3십억원		
발행주식수(보통주)	52.2백만주		
52주 최고가 ('23/12/27)	44,300원		
최저가 ('23/08/16)	22,150원		
평균거래대금(60일)	18,858백만원		
배당수익률 (2024E)	0.00%		
외국인지분율	6.8%		
주요주주			
대웅제약 외 3인	31.0%		
국민연금공단	11.6%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-13.5	17.3	108.7
상대수익률 (%p)	-16.5	5.2	88.1

	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	134.9	137.4	166.1	175.0
증감률	22.7	1.8	20.9	5.3
영업이익	2.2	-3.6	7.5	-2.9
증감률	46.9	적전	흑전	적전
영업이익률	1.6	-2.6	4.5	-1.6
(지배지분)순이익	3.5	-3.3	6.3	-2.5
EPS	67.2	-62.7	121.5	-47.2
증감률	1,295.2	적전	흑전	적전
PER	659.6	N/A	291.3	N/A
PBR	12.4	10.1	9.8	9.9
EV/EBITDA	417.8	3,781.4	157.9	1,468.0
ROE	2.0	-1.8	3.4	-1.3
부채비율	28.7	32.1	34.1	38.0
순차입금	-33.7	-19.8	-15.5	-1.8

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

한올바이오파마는 1973년에 설립되어 합성의약품과 바이오의약품의 연구개발 및 제조, 판매 영위하는 제약사. R&D 연구개발은 자가면역질환, 안구질환, 암 등의 질환영역에서 바이오신약 개발에 집중하고 있음. 효과적인 치료제가 없는 만성적인 난치 질환에 대해 '계열 내 최초(First-In-Class) 신약'과 '계열 내 최고(Best-In-Class) 신약' 개발을 목표로 현재 총 5가지 연구과제진행중. 주요 연구과제 중 하나인 자가면역질환 치료 신약 'HL161(물질명 batoclimab)'은 파트너사 이뮤노반트(Immunovant)와 하버바이오메드(Harbour BioMed)가 중증근무력증(Myasthenia gravis) 및 다수의 적응증에 대한 임상 3상을 미국과 중국에서 진행 중, 중국은 2024년 하반기 HL161 BLA 제출 완료

Share price drivers/Earnings Momentum

- HL161ANS(IMVT-1402)의 성공적인 임상
- 새로운 타겟 적응증 확장
- batoclimab 중국 및 미국 상업화에

Downside Risk

- HL161ANS 임상 실패
- 적응증별 임상 실패 가능성 존재
- HL036 안구건조증 임상/상업화 난이도 상승

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Argenx	N/A	95.5	7.4	6.6	-1.4	6.9
UCB	36.5	22.6	3.3	3.0	8.9	13.4
J&J	16.1	15.0	5.5	5.0	34.1	33.1
Immunovant	N/A	N/A	7.6	5.4	-52.9	-45.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024F	2025F	2026F
PER	3,698	659.6	N/A	291.3	N/A
PBR	5.5	12.4	10.1	9.8	9.9
PSR	8.5	17.2	13.5	11.1	10.6
ROE	0.2	2.0	-1.8	3.4	-1.3
ROIC	3.3	3.8	-5.5	5.6	-2.0

자료: NH투자증권 리서치본부

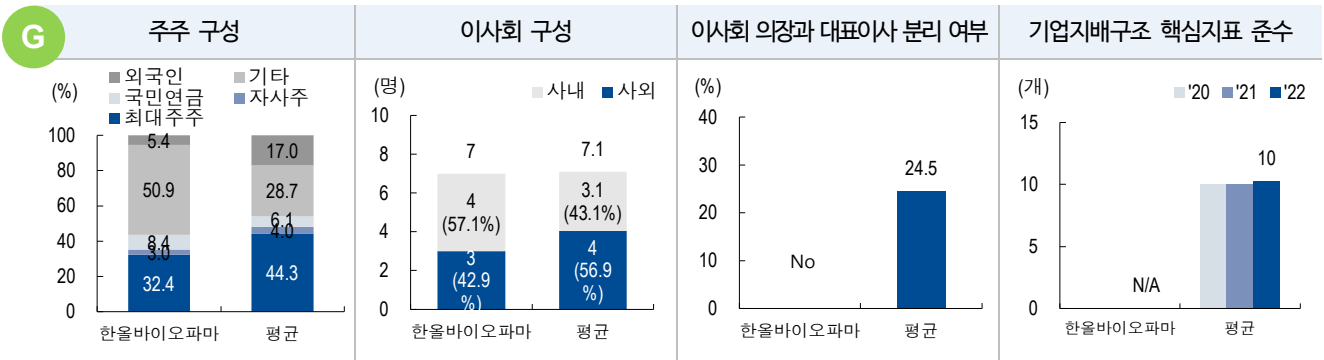
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

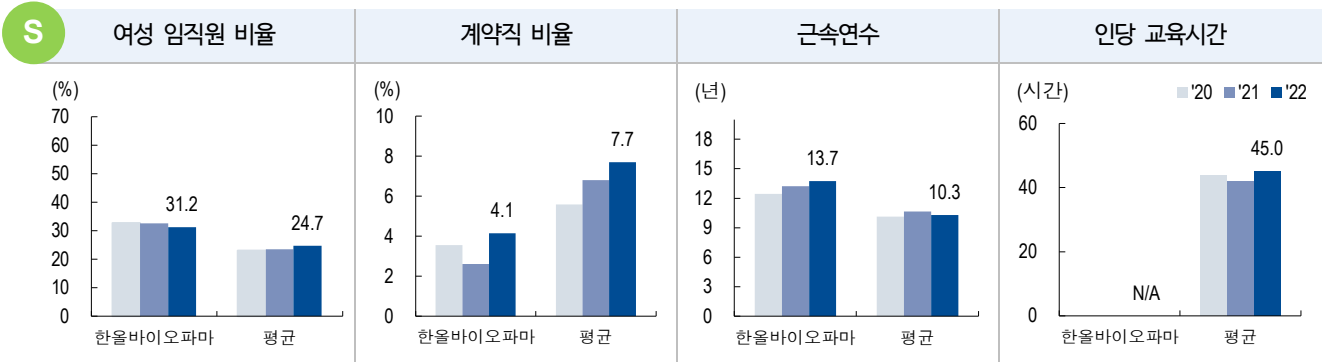
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	80	83	84	92	108	89	102	110	135
영업이익	-4	0	4	5	17	6	10	2	2
영업이익률(%)	-5.3	0.3	4.2	6.0	15.8	6.7	9.9	1.4	1.6
세전이익	-5	2	3	4	17	19	9	2	3
순이익	-7	2	6	3	19	20	9	0	4
지배자분순이익	-7	2	6	3	19	20	9	0	4
EBITDA	-2	3	6	7	20	9	13	5	5
CAPEX	2	3	2	2	2	3	5	3	2
Free Cash Flow	-2	1	40	-5	18	-2	-4	22	27
EPS(원)	-154	39	111	63	367	378	170	5	67
BPS(원)	1,848	1,998	2,129	2,238	2,688	3,470	3,130	3,221	3,565
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	-48	-55	-96	-89	-95	-4	-13	-27	-34
ROE(%)	-10.0	2.0	5.4	2.9	14.9	12.3	5.2	0.2	2.0
ROIC(%)	-8.0	0.6	11.2	20.7	39.6	11.3	1.0	3.4	3.8
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-50.7	-52.6	-86.0	-76.4	-68.0	-2.3	-7.8	-16.0	-18.1

자료: 한올바이오파마, NH투자증권 리서치본부

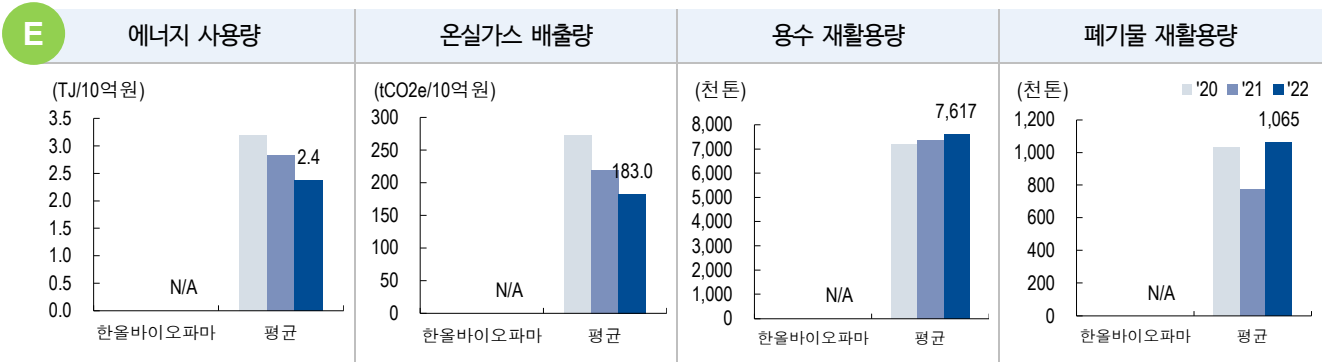
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 한올바이오파마, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 한올바이오파마, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 한올바이오파마, NH투자증권 리서치본부

ESG Event			
E	2022.6	-	환경부 친환경 고고 챌린지 동참, 기존 환경(E)관련 활동 미미하였으나 친환경 경영 강화 기대
S	2021	-	3년 연속 산업 재해율 0% 달성(2019~2021년)
	2022.6	-	부패 방지를 위한 윤리경영시스템 ISO 37001 재인증
G	2015.7	-	대응계약, 한올바이오파마 주요 종속회사로 편입

자료: 한올바이오파마, NH투자증권 리서치본부

목표주가 52,000원으로 상향

목표주가 상향

한올바이오파마에 대해 투자 의견 Buy를 유지하며, **목표주가는 52,000원으로 16% 상향**한다. 목표주가 상향 근거는 밸류에이션 방식 변경으로, **다음 세 가지 측면**을 새롭게 반영하였다(표1, 2). 1)IMVT 파이프라인 가치평가 방식 변경(rNPV → Immunovant 상대 가치), 2)HL161 아시아(중국 제외) 가치 신규 반영, 3)기존 국내 영업가치 제외

	가치	비고
1. Immunovant 파이프라인 가치	2,174	Immunovant 시가총액 40% (2024년 8월 8일 기준)
2. 한올바이오파마 보유 파이프라인 가치	490	
①HL161(중국, HBM9161)	240	3개 적응증(MG, TED, CIDP) 중국 시장 가치 반영
②HL161(중국 제외 아시아)	250	국내/일본 시장 가치(MG, TED): 일본 판권 계약 3상까지 진행 후 L/O 기대
3. 순차입금	-20	2024년 말 기준 순차입금 추정
4. 보통주식수	50,690	자사주 제외
5. 목표주가(Target Price)	52,000	
6. 현재주가(Current Price)	35,400	2024년 8월 9일 종가 기준
7. 상승여력(Upside)	46.9%	

자료: NH투자증권 리서치본부

	가치	비고
1. 영업 가치	57	
한올바이오파마 조정 EBITDA	7.1	1) EBITDA - 2) 라이선스 수익 + 3) 신약 R&D 비용 (R&D 비용 중 신약개발 비용 60% 추정)
Target EV/EBITDA	8.1x	국내 중소형제약사 (동국제약, 대한약품, 대원제약, 하나제약, JW중외제약) 평균 EV/EBITDA 적용
2. 파이프라인 가치	2,203	
①HL161(IMVT-1401)	651.2	2개 적응증(MG, TED) 미국/EU 시장 가치 반영(Immunovant) 국내/일본 시장 가치(MG, TED) 제외
②HL161(HBM9161)	211	3개 적응증(MG, TED, CIDP) 중국 시장 가치 반영(Harbour Biomed)
③HL161ANS(IMVT-1402)	1,341	3개 적응증(CIDP, Graves, 4L RA) 미국/EU 시장 가치 반영(Immunovant)
3. 순차입금	-33	2023년 말 기준 순차입금
4. 보통주식수	50,690	자사주 제외
5. 목표주가(Target Price)	45,000	

자료: NH투자증권 리서치본부

1.IMVT 가치평가

동사 기업가치 대부분을 차지하는 Immunovant 파이프라인(1401, 1402) 가치 평가 방식을 변경한다. 기존에는 IMVT-1401의 2개 적응증(MG, TED) 출시, IMVT-1402의 3개 적응증(GD, CIDP, RA) 출시를 가정, rNPV(risk adjusted NPV) 방식으로 파이프라인 가치를 산출하였다. 다만, 1)IMVT의 1401 상업화 전략 수정 가능성, 2)1402 본격 적응증 확장(2H24 IND 3개 신청, 1Q25 허가용 임상 4~5개, 1Q26 총 임상 10개) 고려 시 파트너사 Immunovant 상대가치 비교를 통한 밸류에이션 방식으로 변경하였다.

한올바이오파마 귀속 IMVT 파이프라인 가치는 Immunovant 시가총액의 40%로 제시, 보수적으로 남은 상업화 마일스톤 수익은 가치 반영에서 제외하였다(표3). 빅파마의 일반적인 영업이익률 수준은 30%이며, Immunovant도 만약 직접 상업화 시 유사 마진을 가져갈 것으로 추정하였다. 또한, 한올바이오파마 귀속 IMVT 매출 로열티는 12%로 추정, 단순 영업이익 귀속률로 비교 시 Immunovant 시가총액 대비 40%가 합당하다는 판단이다. 한올바이오파마 HL161 중국, 일본/한국 가치까지 고려 시 한올바이오파마 전체 시가총액은 Immunovant 대비 ~50%까지도 평가받아야 한다(그림1).

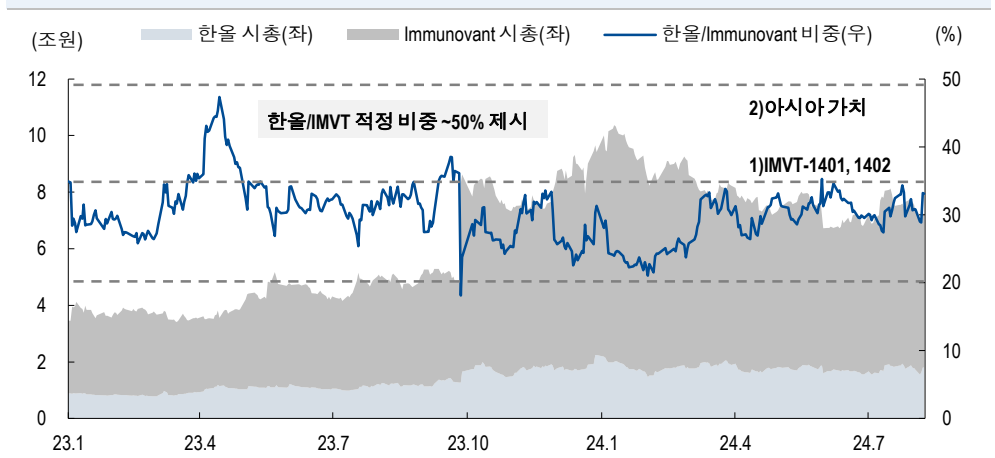
Immunovant는 한올바이오파마로부터 기술수입한 IMVT-1401, 1402만 파이프라인으로 보유하고 있다. 다만 상업화 역량이 없으며, 모회사 Roivant 레퍼런스 고려 시 M&A 매각이 유력한 사업 모델이다. 지난 5월 31일 IMVT-1401 상업화 계획 변경 가능성에 따라 매각 지연에 따라 현재 Immunovant 주가에는 매각 프리미엄이 빠진 상황이다. 이에 현재 한올바이오파마와 온전한 시가총액 비교가 가능해졌다고 판단한다.

표3. 한올바이오파마와 Immunovant 적정 시가총액 비교 산출 논리 (단위: %)

	한올바이오파마	Immunovant
파이프라인(IMVT-1401/1402)	12% (Immunovant 매출 로열티 수취율 12% 가정, 별도 비용 발생 없이 영업이익 반영)	30% (글로벌 빅파마 8개사 2019~2023 평균 OPM 30%. 빅파마 주로 L/I 의약품 판매, Immunovant에 동일 30% 부여)

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림1. Immunovant 대비 한올바이오 시가총액 비중 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

**올해 연말 IMVT
추가 상승 기대**

올해 연말로 갈수록 파트너사 IMVT의 추가 상승을 전망하며, 동사의 기업가치의 동반 상승을 기대한다. 2분기 실적발표에서 IMVT는 1402의 타임라인을 새롭게 공개하였으며, 정리를 하면 다음과 같다. 1. 2025년 1분기까지 총 4~5개의 잠재적 허가용 임상 공개(기존 소통 내용), 2. 2024년 연말까지 3개 적응증 IND 신청(새롭게 소통)

**2025년 1분기: 4~5
개 허가용 임상**

기존 1401 임상은 크게 네 개로, 1)GD(2상 추가 데이터, 2H24), 2)MG(3상, 1Q25), 3)TED(3상, 1H25), 4)CIDP(피보털 2b상 Period 1, 1Q25). 타임라인 상 MG의 1402 개발 전략을 3상 결과가 나오는 내년 1분기에 공개하겠다고 밝힌 상황으로, 이를 감안하면 결국 기존에 개발하던 적응증들은 결과가 나오는 내년 1분기 이후에 1402 허가용 임상 진입 타임라인을 예상해 볼 수 있다. 즉 2025년 1분기까지 4~5개의 잠재 허가용 임상은 결국 MG, GD, TED, CIDP로 예상 가능하다(GD는 올해 말 IND도 가능)

**2024년 말: 3개의
IND**

이번에 새롭게 업데이트한 내용인 2024년 연말까지 3개의 적응증 IND 신청에 큰 주목이 필요하다. 신규 임상은 경쟁사가 이미 개념증명(PoC) 입증한 신규 적응증(류마티스 관절염, 쇼그렌, 신생아 용혈병 등)으로 기대한다. 1402는 해당 적응증으로 허가용이 아닌 2상으로 IND 신청 예상, Best In Class 물질을 통해 드디어 신규 시장에 진입을 하는 것이다<표5>. 해당 신규 적응증은 기존 희귀질환을 넘어선 대형 시장이라는 점에서, 올해 연말 1402의 Round2를 통해 본격적인 FcRn 확장 스토리를 기대한다<표4>

이후 약 2~3개 정도의 신규 적응증을 추가 개발하여 2026년 1분기까지 총 10개의 적응증으로 타깃 임상을 진행하는 것이 현재 IMVT의 현 시점 최종 타임라인이다.

표4. 자가면역질환 적응증별 FcRn 타깃 항체 치료제 주요 개발 현황

(단위: 명)

적응증	HanAll (IMVT, CSPC)	Argenx	UCB	J&J(Momenta)	IMVT 추산 환자수 (미국, EU 합산)
불응성 류마티스관절염				2상 단독 통계 유의성 실패, PoC 가능성 확인 TNF-a 병용, 2상	568,000
쇼그렌 증후군		2상 진행중		2상 성공('24.2)	560,000
전신홍반성 루푸스				임상 2상	488,000
신생아 용혈병				임상 2상 성공	352,000
면역혈소판 감소증	CSPC: 임상 2상 완료	IV: 일본 상연하 ADVANCE SC 3상 실패(2H23)	임상 중단		205,000
루푸스 신염		POC 임상 단계		임상 2상(IV)	195,000
중증근무력증(MG)	IMVT: 임상 3상 타임라인 예정(1Q25) CSPC: BLA 재제출 한올바이오: 일본 3상	IV: 2022년 출시 SC도 출시 완료	FDA 승인 완료(23.6)	임상 3상 성공('24.2)	170,000
근염(Myositis)		POC 임상 단계		임상 2상(IV) 중	126,000
그레이브스병(GD)	IMVT: 임상 2상 진행 중				*116,000(미국)
온난형 용혈성빈혈				임상 3상(IV)	109,000
갑상선안병증(TED)	IMVT: 임상 3상(1H25) CSPC: 임상 2상 한올바이오: 3상	임상 3상			85,000
심상성 천포창(PV)	CSPC: 임상 1상	ADDRESS (SC) 3상 실패('23.12)			73,000
만성탈수신경병증 (CIDP)	IMVT: 임상 2상(1Q25) CSPC: 임상 2상	ADHERE 3상 성공 (PDUFA 24.6)	임상 중단	임상2/3상(IV), 데이터 공개 예정(2026)	41,000

주: 그레이브스병은 미국 환자 연간 발생 환자 기준, 실제 유행률은 이보다 높음; 자료: Immunovant, Argenx, UCB, J&J, ClinicalTrials.gov, NH투자증권 리서치본부

표5. Anti-FcRn 치료제 임상 데이터 비교

구분	Argenx	HanAll		J&J(Momenta)	UCB
파이프라인	Vyvgart (efgartigimod)	Batoclimab (IMVT-1401)	HL161ANS (IMVT-1402)	nipocalimab	rozanolixizumab
FDA 승인일 / 출시순서	① 완료(21.12)	④ 3상 결과(1Q25)	⑤ 임상 2상 예정	③ 예상(2H24)	② 완료(2Q23)
1.유효성 (MG 환자 IgG 감소율)	평균 62~66% 최대 71%	74%(340/680mg) 최대 80%(680mg) *알부민 감소에 따른 고용량 투여 이슈 존재	최대 80%(600mg) (1상 고용량 MAD) 63%(1상 저용량 MAD)	72%(30mg/kg) 최대 80%(60mg/kg) *알부민 감소에 따른 고용량 투여 이슈 존재	68%(7mg/kg) 최대 71~78% (10mg/kg)
2.안전성 알부민 감소율	-	15%(255mg, QW), 37%(340mg, QW), 52%(680mg, QW)	29일차 감소 미관측 (p-value > 0.05)	19%(60mg/kg Q2W)	1~5% 소폭 감소
3.편의성(제형)	IV(10mg/kg, QW) SC injection	SC Injection (340mg/680mg, QW)	SC Injection	IV(30~60mg/kg, Q2W/Q4W) SC Injection (1상완료)	SC Infusion (7mg/kg, QW)
4.면역원성(ADA)	20%(17/83) vs 7%(placebo) (MG 임상 3상 26주차)	8% vs 6%(placebo) (임상 1상)	-	12%(3/34), 25%(4/16) (임상 MG 1상 SAD, MAD)	47%(31/66) (ITP 2상 치료 이후)

자료: Immunovant, Argenx, UCB, J&J, Cortellis, NH투자증권 리서치본부

표6. 한올바이오파마 R&D 개발 파이프라인

파이프라인	파트너사(지역)	질환군	연구/ 전임상	1상	2상	3상	내용
HL161 (batoclimab)	Immunovant (IMVT-1401) (Global-ex Asia)	중증근무력증(MG)					3상 결과 예상(1Q25)
		갑상선 안병증(TED)					3상 결과 예상(1H25)
		만성염증성 다발성 신경병증(CIDP)					피보탈 2b상 오픈라벨(1Q25)
		그레이브스병(GD)					2상 추가 데이터(2H24)
	Harbour Biomed (HBM9161) (CSPC sub L/O) (China)	중증근무력증(MG)					중국 BLA 재제출 예정(1H24)
		갑상선 안병증(TED)					2/3상 진행 중
		면역 혈소판감소증(ITP)					2상 완료
		만성 염증성 다발성 신경병증					2상 준비 중
		시신경 척수염(NMOSD)					
	한올바이오파마 (Asia-ex China)	중증근무력증(MG)					일본 3상
갑상선 안병증(TED)						일본 3상	
HL161ANS (IMVT-1402)	Immunovant (Global-ex Asia)	미정(CIDP, 류마티스, 그레이브스)					핵심
HL036 (tanfanercept)	Harbour Biomed (China)	안구건조증(DED)					임상 종료(실패)
	대웅제약 (Global-ex China)	안구건조증(DED)					3-3상 개시
		쇼그렌중후군 안구건조증(DED)					미국 2상 예정
HL192	대웅제약/NurrOn	파킨슨병					1상 결과 예상(3Q24)

주1: HL161, HL161ANS의 글로벌 판권은 미국 Immunovant(Roivant), HL161 중화권 판권은 Harbour Biomed(CSPC Pharmaceuticals)에 라이선스 아웃
 자료: 한올바이오파마, Immunovant, NH투자증권 리서치본부

2.HL161 아시아 가치

한올바이오파마는 IMVT 기술수출한 파이프라인 외에 중국 HBM9161(HL161)과 자체적으로 일본/한국 임상을 진행하고 있다. 이번 기업가치 평가에 1)기존 중국 HBM9161 가치를 소폭 상향(기존 2,110억원 → 2,400억원), 2)신규로 일본 판권 가치(2,500억원) 반영을 하였다.

HBM9161 가치 상향은 최근 BLA 재제출에 따른 가치 반영이다. 내년부터 중국에서는 MG 적응증 첫 출시되며 로열티 매출이 발생할 것으로 기대된다<그림2, 3>. 또한 신규 일본 HL161 임상은 MG(1Q25), TED(2Q25) 진행 중으로, 향후 2027년 출시가 기대된다. 현재 판권 계약 논의 중으로, 3상 완료 이후 계약이기 때문에 로열티율은 기존 IMVT, Harbour 등 대비 훨씬 높을 수 밖에 없다. 매출 로열티 30~40% 수준 가정하여 일본 판권 가치 약 2,500억원으로 추산하였다.

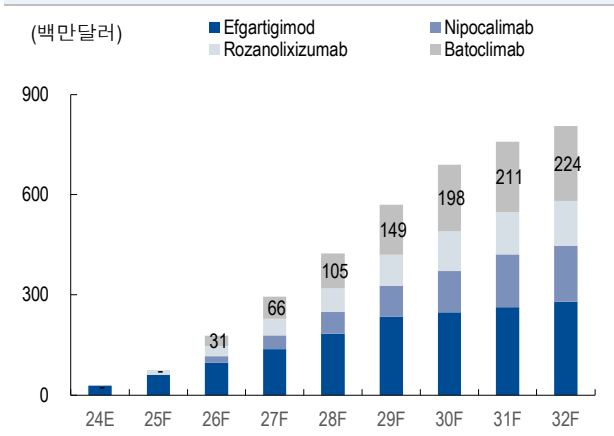
추가적으로 한올바이오파마는 HL161ANS의 아시아 권리(중국, 일본 등) 보유하고 있기 때문에, 향후 중화권 HL161ANS에 추가 기술수출도 가능하다. 현재 기업가치에는 HL161ANS 아시아 권리 미반영하였으며, 추후 될 나을 때 기업가치에 반영 예정이다.

표7. 한올바이오파마 기술이전 계약 내용 정리

파트너사	Roivant (Immunovant)	Harbour Biomed (CSPC)
파이프라인	HL161/HL161ANS	HL161 / HL031
계약일	2017년 12월	2017년 9월
총 계약 금액	5억250만달러	8,100만달러
계약금	3,000만달러 + R&D 비용 2,000만달러	400만달러
마일스톤	4억5,250만달러	7,700만달러
계약 지역	글로벌(북미·EU)	중화권
계약기간	계약일부터 특허만료일 또는 최초발매 후 11년	계약일부터 특허만료일 또는 중국 최초발매 후 15년

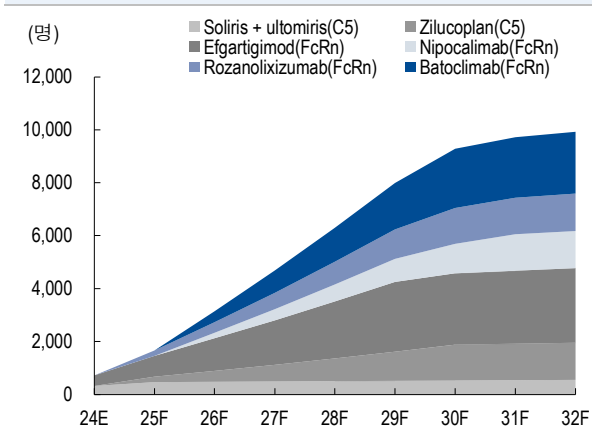
자료: Dart, NH투자증권 리서치본부

그림2. 중국 중증근무력증(MG) 치료제 매출 전망



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

그림3. 중국 중증근무력증(MG) 치료 환자 수 추이



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

3. 영업가치 제외

기존에는 한올바이오파마의 영업가치를 반영해왔지만 이를 제외하였다. 이번 2분기 실적 발표에서 기술료 수익 조정 탓에 약 31억원의 영업적자가 발생했다. 기술료 수익 조정은 기존 수령한 계약금 및 마일스톤(3개 적응증)의 개발 타임라인 조정(기존 2026년 6월 → 2026년 9월) 탓에, 일시적인 조정 비용을 2분기에 반영한 탓이다. 향후 3~4분기에 다시 평균적으로 기술료 수익 20억원은 나올 것으로 예상된다.

다만, 내년 1분기 Immunvant의 MG 적응증 3상 데이터 공개 및 상업화 미출시 발표 시, 추가적으로 일시적인 비용이 가능할 수도 있다고 예상된다. **추후 실적에 대한 불확실성이 존재하여 기업가치 평가에서 영업가치는 제외하였다.**

한올은 기본적으로 자생가능한 R&D 시스템을 갖춘 바이오텍이라는 큰 강점을 가지고 있다. Immunovant 임상 스케줄 관련 비용 조정은 회계상의 비용으로 실제 현금흐름에는 영향이 없다. 향후 점차 R&D 비용 증가하겠으나, **꾸준한 국내 의약품 판매를 통해 지속가능한 R&D 시스템은 유지될 것으로 전망한다.**

표8. 한올바이오파마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24F	2023	2024E
매출액	28.8	41.4	33.0	31.7	34.1	31.6	35.5	35.1	134.9	137.4
y-y(%)	20.1%	57.8%	11.2%	5.3%	18.4%	-24%	7.8%	10.8%	22.7%	1.8%
의약품	24.1	26.7	28.6	27.8	28.7	28.1	30.5	29.8	107.1	116.8
기술료	1.9	12.0	2.3	(0.6)	2.2	0.3	2.0	2.1	15.6	6.6
마일스톤	-	12.0	2.3	(0.6)	2.2	0.3	2.0	2.1	15.6	6.6
로열티	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	2.8	2.8	2.1	4.4	3.1	3.1	3.0	3.3	12.1	13.9
매출총이익	15.7	27.2	17.5	14.7	18.6	15.9	19.6	19.3	75.2	74.5
y-y(%)	23.0%	82.1%	6.2%	-17%	18.4%	-42%	11.6%	31.7%	21.3%	-0.9%
GPM(%)	54.6%	65.7%	53.2%	46.3%	54.6%	50.3%	55.1%	55.1%	55.7%	54.2%
영업이익	-1.7	8.1	0.1	-4.3	0.1	-3.1	-0.4	-1.3	2.2	-3.6
y-y(%)	RR	1092%	-85%	TTL	TTP	TTL	TTL	RR	46.9%	TTL
OPM(%)	-6.0%	19.6%	0.3%	-13%	0.3%	-9.7%	-1.0%	-3.7%	1.6%	-2.6%
EBITDA	-0.8	8.9	0.9	-3.4	0.9	-2.0	0.6	-0.3	5.5	0.5
y-y(%)	TTL	481%	-36%	TTL	TTP	TTL	-27%	RR	19.7%	-91%
EBITDA/매출액(%)	-2.6%	21.5%	2.7%	-11%	2.7%	-6.5%	1.8%	-0.8%	4.0%	0.4%
당기순이익	-1.3	7.3	0.3	-2.9	-0.3	-3.3	-0.2	-1.3	3.5	-3.3
y-y(%)	RR	TTP	-57%	RR	RR	TTL	TTL	RR	1295%	TTL
NPM(%)	4.7%	-4.4%	17.6%	1.0%	-9.0%	-0.9%	-11%	-0.7%	2.6%	-2.4%

주: IFRS 연결 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	134.9	137.4	166.1	175.0
	- 수정 전	-	147.2	198.3	230.7
	- 변동률	-	-6.7	-16.2	-24.2
영업이익	- 수정 후	2.2	-3.6	7.5	-2.9
	- 수정 전	-	4.4	35.6	51.5
	- 변동률	-	-	-78.9	-
영업이익률(수정 후)		1.6	-2.6	4.5	-1.6
EBITDA		5.5	0.5	11.6	1.3
(지배지분)순이익		3.5	-3.3	6.3	-2.5
EPS	- 수정 후	67	-63	122	-47
	- 수정 전	-	108	575	838
	- 변동률	-	-158.1	-78.9	-105.6
PER		659.6	N/A	291.3	N/A
PBR		12.4	10.1	9.8	9.9
EV/EBITDA		417.8	3,781.4	157.9	1,468.0
ROE		2.0	-1.8	3.4	-1.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	135	137	166	175
증감률 (%)	23	2	21	5
매출원가	60	63	66	73
매출총이익	75	74	100	101
Gross 마진 (%)	56	54	60	58
판매비와 일반관리비	73	78	92	104
영업이익	2	-4	8	-3
증감률 (%)	47	적전	후전	적전
OP 마진 (%)	1.6	-2.6	4.5	-1.6
EBITDA	5	0	12	1
영업외손익	1	1	0	0
금융수익(비용)	3	1	0	0
기타영업외손익	-2	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	3	-3	8	-3
법인세비용	0	0	1	-1
계속사업이익	4	-3	6	-2
당기순이익	4	-3	6	-2
증감률 (%)	1,295	적전	후전	적전
Net 마진 (%)	3	-2	4	-1
지배주주지분 순이익	4	-3	6	-2
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	12	0	0	0
총포괄이익	15	-3	6	-2

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	659.6	N/A	291.3	N/A
PBR(X)	12.4	10.1	9.8	9.9
PCR(X)	240.3	-	166.4	2,438.1
PSR(X)	17.2	13.5	11.1	10.6
EV/EBITDA(X)	417.8	3,781.4	157.9	1,468.0
EV/EBIT(X)	1,031.3	N/A	243.6	N/A
EPS(W)	67	-63	122	-47
BPS(W)	3,565	3,506	3,627	3,580
SPS(W)	2,582	2,630	3,179	3,349
자기자본이익률(ROE, %)	2.0	-1.8	3.4	-1.3
총자산이익률(ROA, %)	1.5	-1.4	2.6	-1.0
투자자본이익률(ROIC, %)	3.8	-5.5	5.6	-2.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-18.1	-10.8	-8.2	-1.0
총부채/자기자본(%)	28.7	32.1	34.1	38.0
이자발생부채	1	1	1	2
유동비율(%)	301.7	256.0	238.6	204.7
총발행주식수(mn)	52	52	52	52
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	44,300	35,400	35,400	35,400
시가총액(십억원)	2,314	1,849	1,849	1,849

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	33.7	19.8	15.5	1.8
매출채권	15.6	17.2	18.9	20.8
유동자산	113.6	106.0	108.7	102.6
유형자산	18.1	17.8	17.6	17.4
투자자산	59.6	65.6	72.2	79.4
비유동자산	126.2	136.0	145.4	155.5
자산총계	239.7	242.0	254.2	258.1
단기성부채	0.7	0.8	0.8	0.9
매입채무	11.3	12.4	13.6	15.0
유동부채	37.7	41.4	45.6	50.1
장기성부채	0.6	0.6	0.6	0.6
장기충당부채	0.6	0.6	0.7	0.7
비유동부채	15.9	17.4	19.1	20.9
부채총계	53.5	58.8	64.7	71.1
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	115.0	115.0	115.0	115.0
이익잉여금	31.4	28.1	34.4	32.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	186.2	183.1	189.5	187.0

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	29.6	-0.4	9.2	0.4
당기순이익	3.5	-3.3	6.3	-2.5
+ 유/무형자산상각비	3.2	4.1	4.1	4.1
+ 중속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	9.6	0.0	11.1	0.8
- 운전자본의증가(감소)	20.2	-1.2	-1.2	-1.2
투자활동 현금흐름	-11.9	-13.8	-13.6	-14.2
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2.4	-3.0	-3.0	-3.0
+ 투자자산의매각(취득)	-20.4	-6.0	-6.6	-7.2
Free Cash Flow	27.2	-3.4	6.2	-2.6
Net Cash Flow	17.8	-14.2	-4.3	-13.8
재무활동 현금흐름	-0.8	0.3	0.1	0.1
자기자본 증가	2.2	0.0	0.0	0.0
부채증감	-3.1	0.3	0.1	0.1
현금의증가	16.9	-13.9	-4.3	-13.7
기말현금 및 현금성자산	33.7	19.8	15.5	1.8
기말 순부채(순현금)	-34	-20	-16	-2