

미국 바이오 찢었다. IMVT 주가 +97%

Analyst 염민용

02-3787-2474 myeom@hmsec.com

현재주가 (9/26)	25,150원		
상승여력	94.8%		
시가총액	1,314십억원		
발행주식수	52,241천주		
자본금/액면가	26십억원/500원		
52주 최고가/최저가	28,300원/12,700원		
일평균 거래대금 (60일)	11십억원		
외국인지분율	8.13%		
주요주주	대용제약 외 5 인 32.37%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.5	21.5	39.3
상대주가(%p)	7.9	27.4	36.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	192	412	40,000
After	192	412	49,000
Consensus	160	399	32,667
Cons. 차이	20.0%	3.3%	50.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

이뮤노반트 주가 최대 +105%까지 상승, 부작용 보완한 후속물질 IMVT-1402 임상 결과 발표!

- 동사의 항FcRn 자가면역질환 치료제 바토클리맵(HL161, IMVT-1401)의 부작용을 보완한 후속물질 IMVT-1402가 최초 임상 결과를 발표, LDL수치 상승 부작용 없는 것 확인된 후 파트너사인 이뮤노반트 주가 최대 +105%까지 상승, 작년 6월 주당 3.14달러 대비 40달러로 13배 상승
- 글로벌 증권사 11개사 커버 중인 파트너사 이뮤노반트는 동사가 기술이전한 물질만 파이프라인으로 가지고 있기 때문에 IMVT-1402의 가치 상승은 곧 동사의 가치 상승, 임상 결과 기대감으로 동사 주가는 저점 대비 2배 수준 상승, 그러나 이뮤노반트 대비 저평가 상태, 강력 매수 의견
- 기존 IMVT-1401은 알부민(albumin) 결합에 따른 LDL 수치 상승이 문제되어 용량을 절반으로 줄여 임상을 진행하고 있으나, 근본적 부작용 문제가 해소되지 않았던 상황에서 후속물질 IMVT-1402가 알부민 결합 및 LDL 수치에 영향 주지 않고 유효성을 확보했음을 발표

이뮤노반트 글로벌 매출 3 조원 이상 제시 중, 15% 로열티 수익 연간 5,000 억원 수준 가능

- 경쟁사 ARGENX(아제넥스) 대비 유효성이 높아 그레이브스병, 류마티스관절염, 전신홍반성루프스 등 타깃 가능하고, J&J 니포칼리맵은 LDL상승 부작용 해결하지 못한 상태로 동사의 IMVT-1402가 Best-in-class!
- 자가면역질환의 경우 휴미라 10개 적응증 보유 중, 이뮤노반트가 타깃하는 적응증은 22개까지 확장되며 현재 가시화되는 적응증 4개의 매출액 보수적으로 평가해도 연간 50억 달러 수준 기대
- 이뮤노반트 4개 적응증 미국/유럽 매출액 중 15% 판매 로열티 수령 가정 시 연간 7-8,000억원 수준까지도 인식 가능한 상황, 보수적으로 바이오시밀러 멀티플 10-13배 적용해도 peak sales 달성할 시 동사는 7-8조원 가치 가능하다고 볼 수 있음
- 아제넥스 비브가르트SC는 투약시간이 1분이 넘어 전문의료인력 필수, J&J는 혈관주사인 것 대비 동사는 10초 이내 SC 투약으로 집에서 환자가 스스로 투여 가능해 환자편의성 또한 가장 높음

경쟁사 인수합병, 하반기 추가 임상 발표, 해외 증권사 보고서 추가 발간 등 상승 모멘텀 지속될 것

- 최근 5월 경쟁사 아제넥스의 M&A 가능성이 블룸버그로부터 보도되었으며, 항FcRn 항체 가치의 재평가도 또 한 번 이뮤노반트의 주가 상승을 견인할 것, 빅파마 인수합병 또한 기대
- IMVT-1401 '24년 중국 출시, '25년 미국/유럽 출시, IMVT-1402는 임상 1상 후 바로 임상 3상 진입해 '26년 미국/유럽 출시를 목표로 개발 중, 하반기 고용량 다회투여 결과와 IMVT-1401의 그레이브스병 임상 2상 결과 발표 모멘텀 존재, 해외 목표주가 상향된 보고서 다수 발간 기대
- IMVT-1402 임상 성공에 따른 파이프라인 가치 적용하여 동사 목표주가 49,000원 상향, BUY의 견 및 코스피 제약/바이오 업종 내 Top pick 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	102	10	9	13	170	-55.0	123.6	6.7	79.5	5.2	0.0
2022	110	2	0	5	5	-97.2	3,697.7	5.5	192.3	0.2	0.0
2023F	136	11	10	14	192	3,896.3	130.7	7.4	77.4	5.8	0.0
2024F	146	26	22	29	412	114.4	61.0	6.6	36.9	11.5	0.0
2025F	172	50	40	52	772	87.3	32.6	5.5	19.7	18.4	0.0

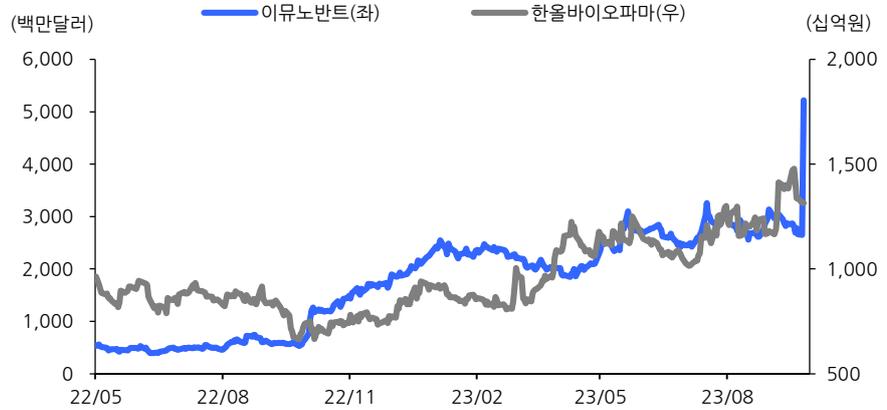
* K-IFRS 연결 기준

1. 이뮤노반트 주가 상승 +97% 이끈 이유

이뮤노반트 IMVT-1402 부작용 없는 임상 결과 발표로 Best-in-class 증명

미국 바이오 내 시장 반응은 이뮤노반트에 쏟렸고 그만큼 뜨거웠다. 이뮤노반트는 지난 8월 10일 '23년 상반기 실적발표에서 동사의 부작용 없는 후속물질 IMVT-1402에 대한 임상 결과를 9월 내 발표하기로 확정하였다. 그러나 9월이 얼마 남지 않아 기대감이 꺾여가던 상황에서 한국 시간 어제 오후 7시 홈페이지를 통해 먼저 임상 결과 요약을 알렸다. 세 가지 중요한 부분이 서프라이즈였다. 그리고 이뮤노반트 주가는 최대 105%까지 장중 상승하였다.

<그림 1> 한올바이오파마, 이뮤노반트 시가총액 추이



자료 : Bloomberg, Quantwise, 현대차증권

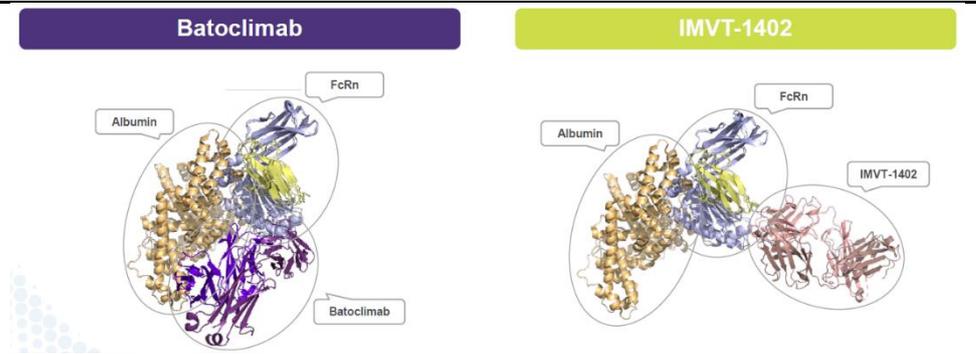
<표 1> IMVT-1402 임상 결과 포함 항-FcRn 치료제 경쟁사 파이프라인 결과 비교표

	이뮤노반트	이뮤노반트	아제넥스	얀센	UCB
의약품명	IMVT-1402	batoclimab	efgartigimod	nipocalimab	rozanolixizumab
물질	mAB-human IgG1	mAB-human IgG1	FC Fragment-human IgG1	mAB-human IgG1	mAB-human IgG4
투약방식	SC	SC	IV + SC	IV	SC
투여량	300mg QW(MAD) 600mg QW(SAD)	340-680mg QW	10mg/kg QW	30mg/kg QW	7mg/kg QW
IgG 최대 감소율	63% (300mg MAD)	60-80%	65%	80%	70%
알부민 감소	X	O	X	O	O
LDL 증가	X	O	X	N/A	X

자료 : 각 사, 현대차증권 정리

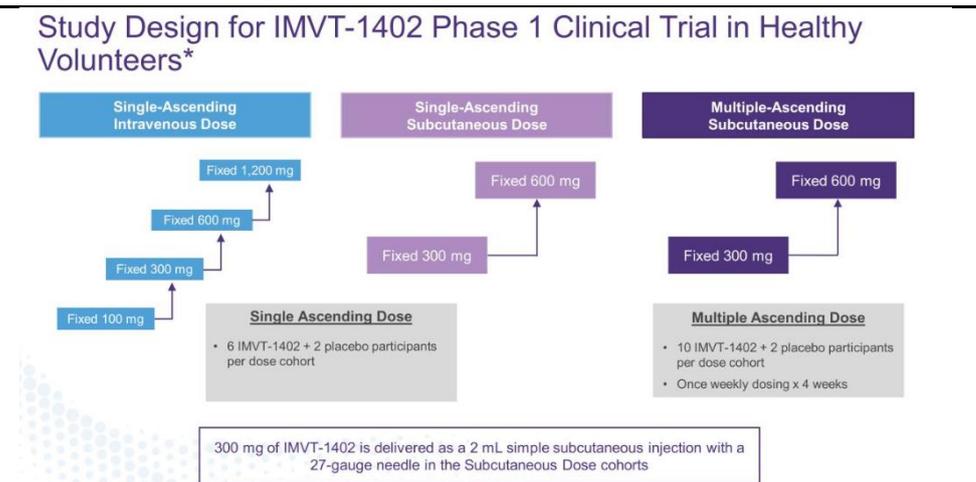
1) 우리가 기대했던 바보다 더 좋은 소식을 전했는데 우선 IMVT-1402는 기존 Batoclimab(HL161, IMVT-1401)과 달리 혈중 알부민 (albumin)과 결합력이 없어 수치감소가 발견되지 않았고 그로 인한 LDL 수치 상승 또한 없었다. 또한 현재 출시되었거나, 개발 중인 항FcRn 물질들과 비교했을 때 가장 높은 IgG 감소율을 보일 것으로 기대되며 낮은 부작용, 피하주사 투약 및 가장 많은 적응증을 타깃할 수 있을 것이란 기대감을 모두 반영해준 임상 발표였다고 판단한다. 아래 그림을 살펴보면 IMVT-1402에 고용량 600mg과 300mg의 단일용량 상승시험(SAD, Single Ascending Dose) 결과와 대한 저용량 300mg 용량에 대한 다중용량 상승시험(MAD, Multi Ascending Dose) 결과에 대한 부분에서도 유효성 (IgG 감소율)을 기존 물질과 비교한 그래프를 확인할 수 있다.

<그림2>IMVT-1401과 IMVT-1402가 알부민, FcRn과 결합하는 모식도



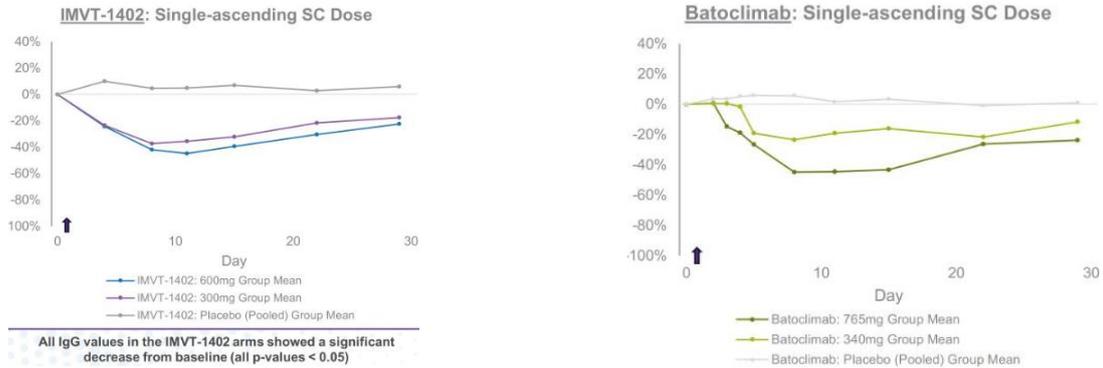
자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

<그림3>IMVT-1402 임상 1상 디자인



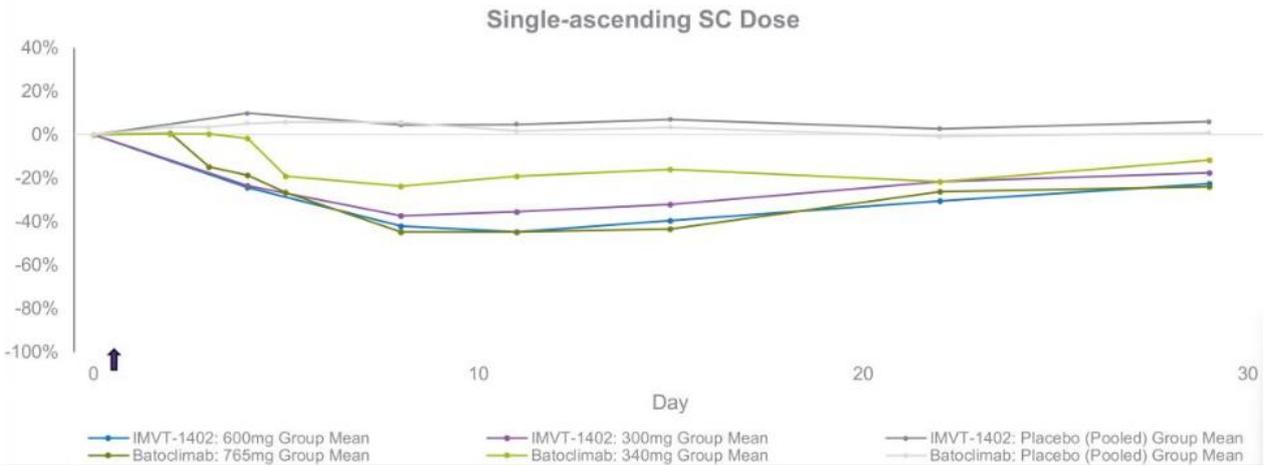
자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

<그림4> IMVT-1402/바토클리맵 피하주사 단일용량상승시험(SAD) IgG 감소율 비교



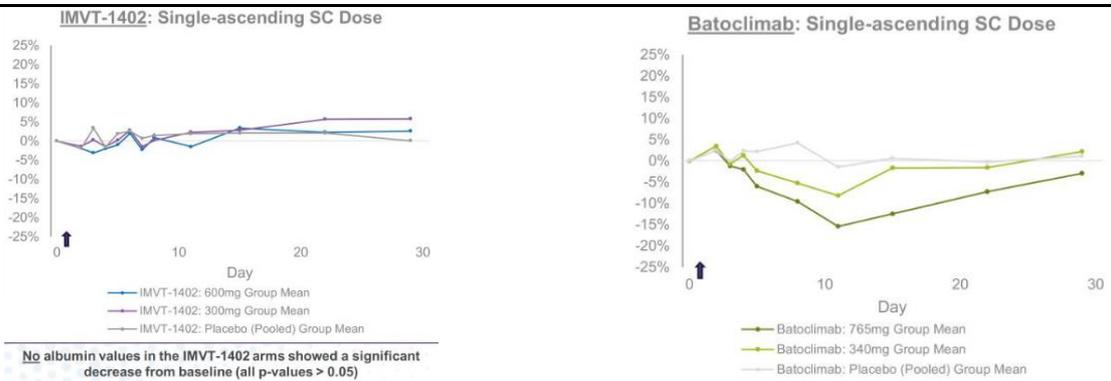
자료: 이뮤노반트, 현대차증권

<그림5> IMVT-1402/Batoblimab 피하주사 단일용량상승시험(SAD) IgG 감소율 비교



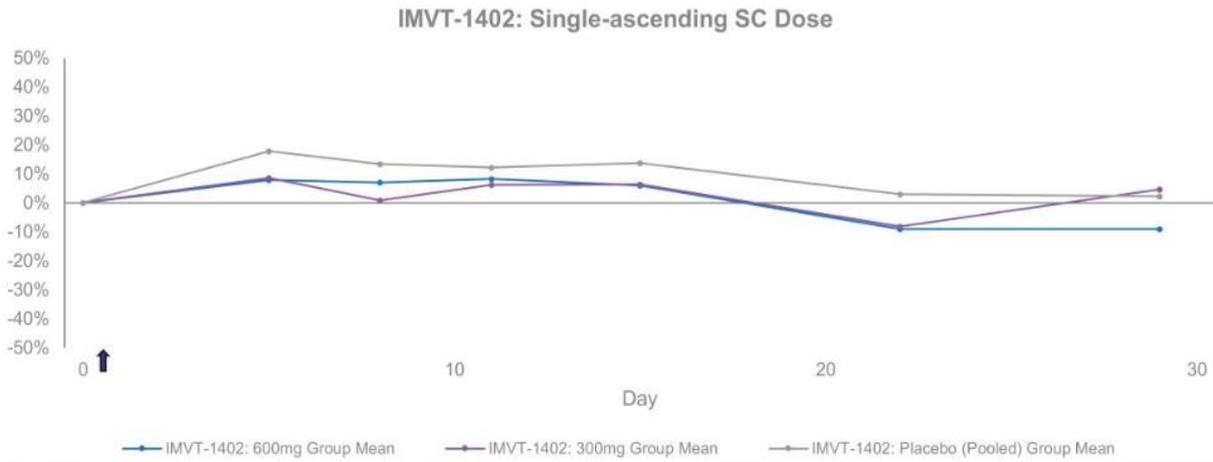
자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

<그림6> IMVT-1402/바토클리맵 피하주사 단일용량상승시험(SAD) 알부민 감소율 비교



자료: 이뮤노반트, 현대차증권

<그림7> IMVT-1402 피하주사 단일용량상승시험(SAD) 혈중 LDL 수치 증가율



No LDL values in the IMVT-1402 arms showed a significant increase from baseline (all p-values > 0.05)

자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

2) 그로 인해 경쟁사 아제빅스(Argenx)가 타깃하지 못하는 적응증 중 그레이브스병(GD), 그리고 류마티스관절염(RA) 시장에 진입할 있을 것이라고 전했다. 특히 안센에서 개발 중인 경쟁약물 니포칼리맵(nipocalimab)의 IgG 감소율이 58%임에도 불구하고 RA에서 휴미라 불응성 환자 대상 효과가 나오는 상황이기 때문에 그보다 IgG 감소율이 63% (저용량 300mg MAD 감소율)로 높은 IMVT-1402는 더욱 긍정적이며 고용량 600mg MAD 결과가 발표되는 10-11월 IgG 감소율이 80%를 넘어간다면 RA 시장을 지배할 수 있을 것으로 기대된다.

<표2> 항FcRn 경쟁사 개발 중 또는 예정 중인 적응증 타깃 비교표

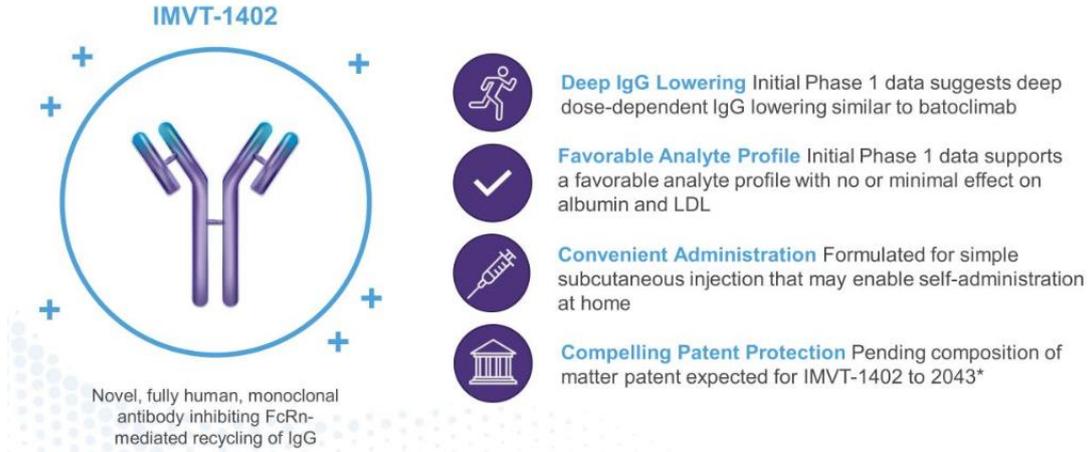
적응증	Immunovant (Bataclimab)	Argenx (Efgartigimod)	Janssen (Nipocalimab)	UCB (Rozanoliximab)
중증근무력증(MG)	O (+China)	O	O	O
용혈성 빈혈(WAHA)	O (+China)	X	O	X
다발성 신경병증(CIDP)	O	O	O	O
면역 혈소판감소증(ITP)	O(China only)	O	X	O
전신 홍반성 루푸스(SLE)	O	X	O	X
피부 홍반(CLE)	X	X	X	X
루푸스콩팥염(LN)	O	X	X	X
류마티스 관절염(RA)	O	X	O	X
유천포창(BP)	X	O	X	X
천포창(PV&PF)	X	O	X	X
섬유근육통(Fibromyalgia)	O	X	X	X
자가면역뇌염(AE)	X	X	X	O
갑상선 안병증(TED)	O	O	X	X
시신경척수염(NMO)	O(China only)	X	X	X
근염(Myositis)	X	O	O	X
루푸스신염(LN)	X	O	O	X
그레이브병(GD)	O	X	X	X
쇼그렌증후군(pSS)	O	O	O	X
막성신병증(MN)	O	O	X	X
항체매개거부반응(AMR)	O	O	X	X
혈관염(ANCA-AV)	O	X	X	X
기립성 빈맥(PC-POTS)	X	O	X	X

자료 : 각 사, 현대차증권

왜냐하면 안센의 니포칼리맵은 혈관주사(IV) 제형으로 경쟁력이 떨어지며 아직 알부민 결합에 따른 LDL 수치 상승 부작용 또한 해결하지 못했기 때문에 RA 임상 2상 결과가 발표되었을 때 오히려 주목받는 기업은 이뮤노반트가 될 가능성이 높다. 이뮤노반트는 안센 대비 부작용도 없고 피하주사가 가능하다는 장점이 있다.

또한 아제넥스 비브가르트SC 대비 류마티스관절염과 그레이브스병 시장에 이뮤노반트만이 first-in-class이자 Best-in-class로 유일하게 진입할 것이고, 투약시간이 10초 이내로 자가투여가 가능해 환자의 투약편의성이 가장 높다고 판단된다. 아제넥스 비브가르트SC는 피하주사이지만, 투약시간이 1분을 넘어가 결국 병원을 방문하여야 하는 단점이 있다. 따라서 추후 아제넥스의 매출을 넘어설 수 있는 가능성이 충분하다. 또한 특허 또한 '43년까지 유지되어 제품의 특허 보호 측면도 큰 장점을 가질 것으로 기대된다.

<그림8> IMVT-1402 결과 요약 및 장점 (자가투여 가능, '43년까지 특허 보호 가능 등)



자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

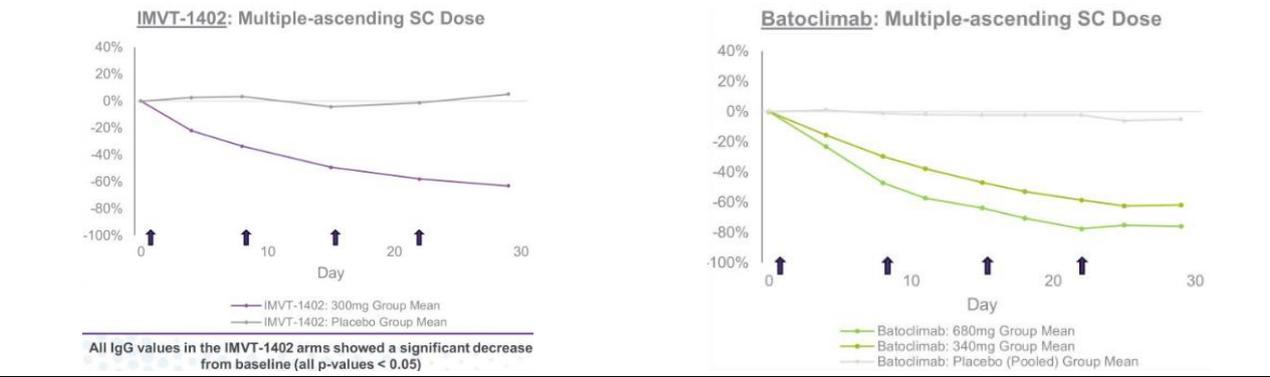
<표3> 항FcRn 개발사 주요 사항 비교표

	Immunovant	Argenx (Vyvgart)	Janssen	UCB (RYSTIGGO)
후보물질	(1) MVT-1401 (2) IMVT-1402	Efgartigimod (IV '21년 12월 승인) (SC '23년 6월 승인)	Nipocalimab	Rozanolixizumab (23년 6월 승인)
투여용량	(1) 340, 680mg (2) 300, 600mg	10mg/kg(IV) 1,000mg(SC)	30mg/kg 60mg/kg	7mg/kg 10mg/kg
검토 중인 적응증	22개 확장 발표	13개로 확장 발표 (중국+이스라엘 포함)	8개 (전략적 비공개)	4개 (전략적 비공개)
투여방법	피하주사(SC)	피하주사(SC)	혈관주사(IV)	피하주사(SC)
피하주사 투여시간	10초 이내	60-90초 (Halozyme)	-	60초 이상

자료 : 각 사, 현대차증권

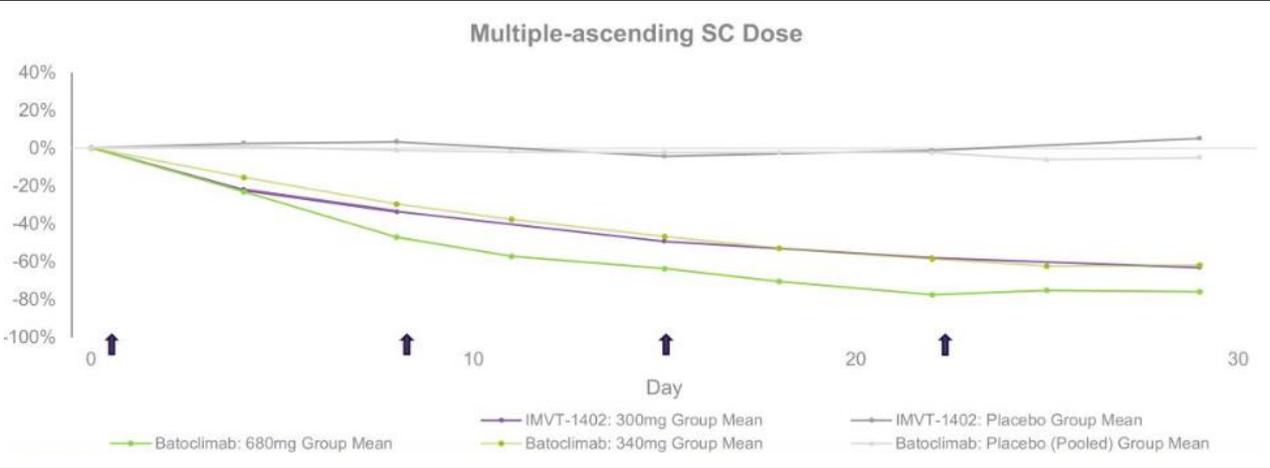
3) IMVT-1402는 SAD 결과만 발표될 것으로 밝혔기 때문에 여러 번 투약하는 결과에 대해서는 조금 기다려야 했다. 그러나 이번 임상 결과 발표에서 SAD 뿐만 아니라 저용량 MAD 결과에서조차 알부민 결합에 따른 알부민 수치 감소나 LDL 수치 상승 부작용이 관찰되지 않았음이 밝혀졌기 때문에 굉장히 놀라운 부분이었다. 우리가 예상하던 임상 스케줄보다 훨씬 앞당겨진 발표였다. 고용량 600mg에 대한 MAD 결과 또한 부작용 발생 가능성에 대해 긍정적으로 볼 수 있는 상황이고, IgG 항체 감소를 또한 기존 바토클리맙(IMVT-1401, HL161) 대비 높을 것이라고 판단할 수 있는 좋은 근거들을 준 셈이다.

<그림9> IMVT-1402 300mg/바토클리맙 피하주사 다중용량상승시험(MAD) IgG 감소율 비교



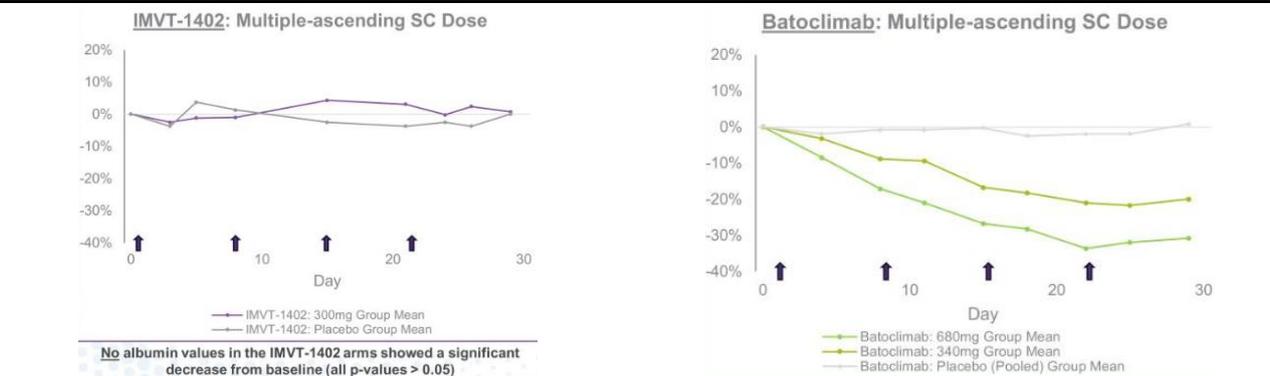
자료: 이뮤노반트, 현대차증권

<그림10> IMVT-1402 300mg/바토클리맙 피하주사 다중용량상승시험(MAD) IgG 감소율 비교



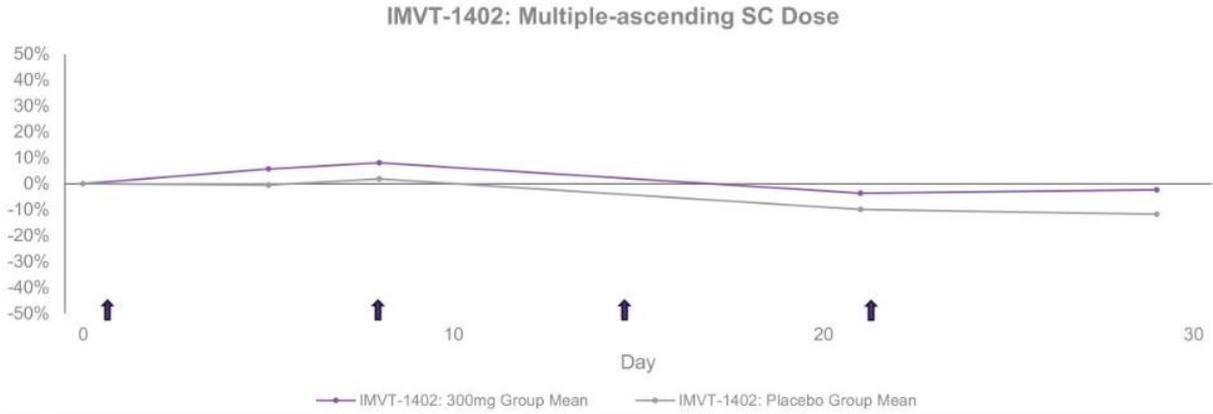
자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

<그림11> IMVT-1402 300mg/바토클리맙 피하주사 다중용량상승시험(MAD) 알부민 감소율 비교



자료: 이뮤노반트, 현대차증권

<그림12> IMVT-1402 300mg 피하주사 다중용량상승시험(MAD) 혈중 LDL 수치 증가율



No LDL values in the IMVT-1402 arms showed a significant increase from baseline (all p-values > 0.05)

자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

<그림13> IMVT-1402 단일(SAD)/다중용량상승시험(MAD) 안전성 데이터

	IV SAD				SC SAD			SC MAD	
	Placebo	100mg	300mg	600mg	Placebo	300mg	600mg	Placebo	300mg
	N = 6 n (%)	N = 4 n (%)	N = 6 n (%)	N = 6 n (%)	N = 2 n (%)	N = 10 n (%)			
Participants with at least one TEAE	4 (67)	4 (67)	3 (50)	3 (50)	3 (75)	4 (67)	5 (83)	2 (100)	7 (70)
Participants with at least one TESAE	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participants discontinued study due to TEAEs	0	0	0	0	0	0	0	0	1 (10)*
Participants with dose reduced or temporary discontinuation due to TEAEs**	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deaths	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TEAE (≥ 2 Instances)									
Upper Respiratory Tract Infections	2 (33)	3 (50)	0	0	0	1 (17)	0	1 (50)	0
Headache	3 (50)	1 (17)	1 (17)	0	0	1 (17)	0	0	1 (10)
Catheter Site Pain***	1 (17)	0	0	0	1 (25)	0	0	0	2 (20)

All TEAEs were either mild or moderate with no severe TEAEs reported across any arm to date

자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

IMVT-1402를 통해 한올바이오파마와 이뮤노반트는 모두 재평가 구간에 진입했다. 지난 밤 이뮤노반트는 +100% 이상의 주가상승률을 보여주었고 '22년 6월 3.14 달러 대비 무려 12배 이상 상승했으나, 원개발사인 동사는 저점 대비 2배 수준에 머무르고 있다. 동사가 앞으로 이뮤노반트로부터 수취할 수 있는 '43년까지 지속되는 매출 로열티, 적응증이 늘어날 때마다 기대되는 매출의 상향, 그리고 이뮤노반트가 로이반트로부터 떠나 빅파마 인수합병을 이루는 순간까지 지켜봐야할 것이다.

IMVT-1402 임상 성공에 따른 파이프라인 가치 재평가를 통해 목표주가 49,000원 상향. 동사에 대한 투자 의견 BUY 및 업종 내 Top pick 유지한다. 아직 이뮤노반트가 발표한 자가면역질환 적응증 22개 목표 대비 4개 수준만 밸류에이션 했기 때문에 보수적 평가라고 볼 수 있다. IMVT-1402의 적응증이 추가될 때마다 기업의 목표주가를 지속 상향할 수 있을 것이라고 판단된다. 특히 류마티스관절염 시장을 진입하는 시점을 가장 기대해 볼 수 있겠다.

II. 이뮤노반트 글로벌 증권사 보고서 11곳 커버 중

이뮤노반트의 가치는 곧 한올바이오파마의 가치, 글로벌 분석결과 나오는 중

국내 바이오텍 중 글로벌 증권사 보고서가 나오며, 매출추정치와 목표주가가 제시되는 기업이 있었는가? 이뮤노반트는 한올바이오파마가 기술이전한 물질 말고는 없는 회사기 때문에 이뮤노반트의 가치는 곧 동사의 가치라고 볼 수 있다. 국내 유일 제약/바이오 종목이 아닐 수 없다. 이번 임상 결과 발표로 최근 발간되었던 11개 증권사 보고서 중 가장 높은 목표주가 34달러를 돌파했고, 이번 연휴기간 동안 글로벌 증권사들이 연일 목표주가를 상향하는 보고서를 발간할 것으로 기대된다.

〈표4〉 Immunovant(IMVT) 목표주가 및 글로벌 증권사 보고서 발간 이력

날짜	증권사	투자의견	목표주가
08/22	Cantor Fitzgerald	Buy	\$30 → \$30
08/16	Truist Financial	Buy	\$30 → \$30
08/11	Citigroup	Buy	(Initiated) \$28 → \$33
08/11	HC Wainwright	Buy	\$29 → \$29
07/24	Wells Fargo	Overweight	\$27 → \$33 (Top pick)
07/18	Stifel Nicolaus	Overweight	\$28 → \$34
05/23	Bank of America	Buy	\$26 → \$28
05/23	Guggenheim	Buy	\$30 → \$32
03/31	Piper Sandler	Overweight	(Initiated) \$28

자료 : 현대차증권 정리

〈표5〉 항-FcRn 치료제 파이프라인 임상 주요 이벤트

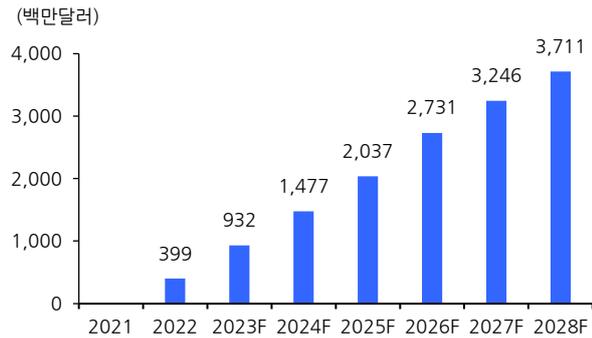
개발사	의약품명	주요 이벤트	일자
이뮤노반트	IMVT-1402	임상 1상 결과(단일/다중용량상승시험-300mg) 발표	9월 26일
이뮤노반트	IMVT-1401	그레이브스병(GD) 임상 2상 중간 중간 결과 발표	2H23
이뮤노반트	IMVT-1402(후)	임상 1상 결과(다중용량상승시험-600mg) 발표	10월/11월
아제넥스	비브가르트 SC	갑상선안병증(TED) 임상 3상 중간 결과 발표	4Q23
J&J	니포칼리맵	중증근무력증(gMG) 임상 3상 탑라인 데이터 발표	2H23
이뮤노반트	IMVT-1401	만성 염증성 다발성신경병증(CIDP) 임상 2b 상 중간 결과 발표	1H24
이뮤노반트	IMVT-1401	중증근무력증(gMG) 임상 3상 탑라인 데이터 발표	2H24
J&J	니포칼리맵	만성 염증성 다발성신경병증(CIDP) 임상 2/3상 stage B 데이터 발표	2H24
이뮤노반트	IMVT-1401	만성 염증성 다발성신경병증(CIDP) 임상 2b 상 탑라인 데이터 발표	2H24/1H25
이뮤노반트	IMVT-1401	갑상선안병증(TED) 임상 3상 탑라인 데이터 발표	1H25
J&J	니포칼리맵	만성 명증성 다발성신경병증(CIDP) 2/3상 탑라인 데이터 발표	1H26

자료 : 각 사, 현대차증권 정리

지난 5월 23일 발간된 30장 규모의 Bank of America 이뮤노반트(IMVT) 분석보고서에 따르면 IMVT-1401 적응증 3개로 '32년 18.23억 달러, IMVT-1402 적응증 1개로 10억 달러로 총 매출 28억 달러로 추정하고 있다. 당사에서 1년 앞서 '22년 5월 발간한 지난 동사

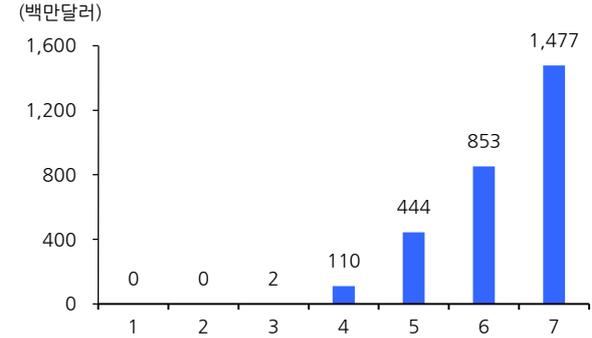
보고서 '34년 IMVT-1401 적응증 3개 밸류에이션 표를 보면 제시된 매출액이 '34년 18.44억 달러로 발간이 1년이 차이남에도 불구하고 숫자가 유사하다. 당사보다 1년 뒤에 발간된 Bank of America 기준으로 살펴보아도 동사는 15% 로열티를 가정했을 때 연간 4,500억원을 인식할 수 있다.

<그림14> 아제넥스 비브가르트 매출 전망



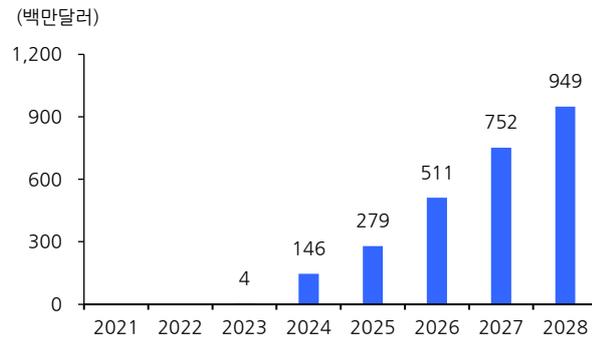
자료: EvaluatePharma, 현대차증권

<그림15> 한올바이오파마 바토클리맵 매출 전망



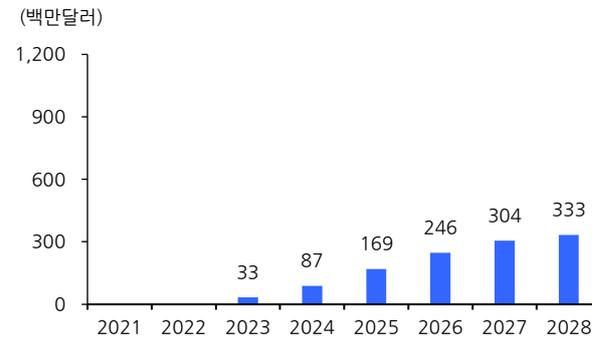
자료: EvaluatePharma, 현대차증권

<그림16> 안센 니포칼리맵 매출 전망



자료: EvaluatePharma, 현대차증권

<그림17> UCB 로자놀릭시주맙 매출 전망



자료: EvaluatePharma, 현대차증권

보수적으로 바이오시밀러 기업 멀티플만 적용하더라도 동사의 가치는 5조원을 넘어설 것으로 기대되며 이뮤노반트의 매출 추정치 컨센서스가 앞으로 더욱 높아질 것으로 기대되기 때문에 (현재 밸류에이션된 파이프라인 개수 4개, 앞으로 개발할 적응증 개수 22개) 이뮤노반트로부터 수령하는 판매 로열티는 연간 수천억에 달할 수 있다. 당사가 제시한 매출 추정치가 충분히 근거 있음을 해외 증권사 보고서에서도 뒷받침 해주고 있다. 앞으로 동사의 주가 움직임에 있어 이뮤노반트가 동사의 가치를 시가총액으로 설명해줄 것이고 이러한 흐름은 계속 이어질 것으로 기대된다. 글로벌 파마로 성장하는 동사와 글로벌 빅파마 인수합병 가능성이 더해지는 이뮤노반트 움직임을 면밀히 주시하기를 추천한다.

한올바이오파마 SOTP 밸류에이션

<표6> 한올바이오파마 목표주가 산정

(억원, 천주, 원)

① 영업가치	921	23년 Fwd EBITDA * 중소형제약사 '12M Fwd EV/EBITDA (JW 중외, 보령제약, 동국제약, 환인제약, 휴온스)
② 비영업가치	23,425	
이유노반트 기술이전 가치	16,204	IMVT-1402 그레이브스병 미국/유럽 '26년 판매 개시 가정, 임상 성공률 적용
하버바이오메드, CSPP 기술이전 가치	7,220	23년 6월 중국 허가신청 완료, '24년 상반기 품목 허가 및 하반기 시판 가정
③ 순차입금	(578)	'23년 예상 순차입금
④ 주주가치	24,924	
⑤ 유통주식수	50,960	
⑥ 적정주가	48,909	
⑦ 목표주가	49,000	

자료 : 현대차증권

<표7> HL161 중국 밸류에이션

항목		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2033F	2034F
중국 인구수 (명)		1,431,382,597	1,432,813,980	1,434,246,794	1,435,681,041	1,437,116,722	1,444,316,691	1,445,761,007
중국 MG 환자수(14명/10만)		200,394	200,594	200,795	200,995	201,196	202,204	202,407
중국 중증 MG 환자수(7명/10만)		100,197	100,297	100,397	100,498	100,598	101,102	101,203
HBM9161 MG 처방 환자수		3,398	5,809	9,589	13,476	17,342	26,500	27,825
HBM9161 MG 약가(억원)		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
HBM9161 예상 매출(억원)		1,359	2,324	3,836	5,390	6,937	10,600	11,130
Vyvgart(자이랩) 시장(백만달러)		1,529	2,614	4,315	6,064	7,804	11,925	12,521
Vyvgart 성장률(%)		69%	71%	65%	41%	29%	5%	5%
판매 로열티(15% 가정, 억원)	15%	204	349	575	809	1,041	1,590	1,670
EBIT	80%	163	279	460	647	832	1,272	1,336
FCF	20%	130	223	368	517	666	1,018	1,068
PV 이자요소	12.0%	100%	89%	80%	71%	64%	36%	32%
PV		130.5	199.2	293.5	368.3	423.2	367.0	344.0
Time factor		0	1	2	3	4	9	10
Terminal growth	3.5%							
Net present value		3,833						
Terminal value		4,189						
Total value		8,022						
성공확률	90.0%	BLA 제출 완료	7,220					

자료 : 현대차증권

<표8> HL161 미국, 유럽 밸류에이션

항목	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2033F	2034F
유럽 인구수	749,000,419	749,749,419	750,499,169	751,249,668	752,000,918	757,280,742	758,038,023
유럽 MG 환자수(14명/10만)	104,860	104,965	105,070	105,175	105,280	106,019	106,125
유럽 ITP+PV+CIDP 환자수(16.1명/10만)	120,589	120,710	120,830	120,951	121,072	121,922	122,044
유럽 CIDP+TED 환자수(28.6명/10만)	214,214	214,428	214,643	214,857	215,072	216,582	216,799
유럽 GD 환자수(20.3명/10만)	152,047	152,199	152,351	152,504	152,656	153,728	153,882
미국 인구수	334,805,268	335,140,073	335,475,213	335,810,689	336,146,499	338,506,596	338,845,102
미국 MG 환자수(20명/10만)	66,961	67,028	67,095	67,162	67,229	67,701	67,769
미국 ITP+PV+CIDP 환자수(22.9명/10만)	76,670	76,747	76,824	76,901	76,978	77,518	77,596
미국 CIDP+TED 환자수(34.6명/10만)	115,843	115,958	116,074	116,190	116,307	117,123	117,240
미국 GD 환자수(29.0명/10만)	97,094	97,191	97,288	97,385	97,482	98,167	98,265
미국 유럽 MG 환자수(명)	171,821	171,993	172,165	172,337	172,509	173,721	173,894
미국 유럽 ITP+PV+CIDP 환자수(Argenx)	197,259	197,457	197,654	197,852	198,050	199,440	199,640
Argenx 총 환자수(명)	369,081	369,450	369,819	370,189	370,559	373,161	373,534
미국 유럽 CIDP+TED 환자수(IMNT)	330,057	330,387	330,717	331,048	331,379	333,706	334,039
미국 유럽 GD 환자수(IMVT)	249,141	249,390	249,639	249,889	250,139	251,895	252,147
이뮤노반트 총 환자수(명)	751,018	751,769	752,521	753,274	754,027	759,321	760,080
글로벌 MG 시장(백만달러)	1,976	2,084	2,178	2,552	2,996	4,216	4,426
yoy	2.3%	5.5%	4.5%	17.2%	17.4%	5.0%	5.0%
Vyvgart MG 처방 환자수(명)	751	2,396	5,280	8,422	11,320	40,562	48,674
Vyvgart MG 약가(달러)	225,000	225,000	225,000	225,000	225,000	225,000	225,000
Vyvgart MG 처방 환자 비중	0.4%	1.4%	3.1%	4.9%	6.6%	23.3%	28.0%
Vyvgart 시장(백만달러)	169	539	1,188	1,895	2,547	3,584	3,763
Vyvgart 성장률(%)	1778%	219%	120%	60%	34%	5%	5%
IMVR-1401 MG 매출(백만달러)	-	-	53	107	214	659	666
IMVT-1401 CIDP+TED 매출(백만달러)	-	-	-	293	586	1,892	1,987
IMVT-1402 GD 매출(백만달러)	-	-	-	-	66	693	728
이뮤노반트 총 매출(백만달러)	-	-	53	400	866	3,244	3,380
IMVT-1401 약가(달러)	202,500	202,500	202,500	202,500	202,500	202,500	202,500
한올바이오파마 로열티(15% 가정)	-	-	8	60	130	487	507
한올바이오파마 매출인식(억원)	-	-	96	720	1,559	5,839	6,084
EBIT	80%	-	77	576	1,248	4,672	4,867
FCF	20%	법인세율	62	461	998	3,737	3,894
PV 이자요소	12.0%	WACC	100%	89%	80%	36%	32%
PV	-	-	61.6	411.4	795.6	1,347.7	1,253.7
Time factor	0	0	0	1	2	9	10
Terminal growth	4.5%						
Net present value	12,764						
Terminal value	17,468						
Total value	30,232						
성공확률	53.6%	BLA 제출	16,204				

자료 : 현대차증권

COMPANY NOTE

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	102	110	136	146	172
증가율 (%)	14.6	7.8	23.2	8.0	17.8
매출원가	41	48	55	54	52
매출원가율 (%)	40.2	43.6	40.8	37.1	30.2
매출총이익	60	62	80	92	120
매출이익률 (%)	58.8	56.4	59.2	62.9	69.8
증가율 (%)	17.6	3.3	29.5	14.6	30.7
판매관리비	50	60	69	66	71
판매비율 (%)	49.0	54.5	51.2	45.1	41.0
EBITDA	13	5	14	29	52
EBITDA 이익률 (%)	12.7	4.5	10.3	19.6	30.0
증가율 (%)	44.4	-61.5	205.9	105.9	80.4
영업이익	10	2	11	26	50
영업이익률 (%)	9.8	1.8	8.0	17.8	28.7
증가율 (%)	66.7	-80.0	621.1	140.0	90.1
영업외손익	-1	0	2	2	2
금융수익	1	2	2	2	2
금융비용	0	2	1	0	0
기타영업외손익	-2	-0	0	0	0
종속관계기업관련손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	9	2	12	28	52
세전계속사업이익률	8.8	1.8	9.2	18.9	30.0
증가율 (%)	-52.6	-77.8	544.7	122.1	87.3
법인세비용	-0	2	2	6	11
계속사업이익	9	0	10	22	40
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	0	10	22	40
당기순이익률 (%)	8.8	0.0	7.4	14.7	23.4
증가율 (%)	-55.0	-100.0	3,896.3	114.4	87.3
지배주주지분 순이익	9	0	10	22	40
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	13	-2	0	0
총포괄이익	-20	13	8	22	40

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1	25	11	21	40
당기순이익	9	0	10	22	40
유형자산 상각비	2	3	3	2	2
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-15	15	-2	-3	-3
기타	5	7	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	8	-11	-4	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	0	-5	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-3	0	0	0
기타	12	-2	-3	-3	-2
재무활동으로인한현금흐름	0	-11	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	1	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1	-11	-2	0	0
기타현금흐름	0	0	1	0	0
현금의증가(감소)	9	4	8	18	38
기초현금	4	13	17	25	43
기말현금	13	17	25	43	81

* K-IFRS 연결 기준

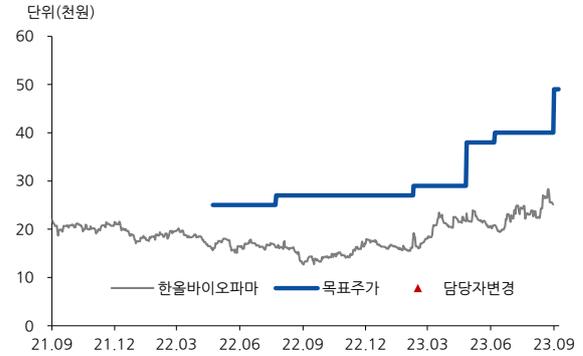
	(단위:십억원)				
재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	119	112	126	162	214
현금성자산	13	17	25	43	81
단기투자자산	0	10	11	13	16
매출채권	10	27	29	36	42
재고자산	20	25	28	34	39
기타유동자산	8	6	7	8	9
비유동자산	80	102	107	105	102
유형자산	18	18	16	13	11
무형자산	19	24	28	28	28
투자자산	24	39	43	43	43
기타비유동자산	19	21	20	20	20
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	198	213	234	266	316
유동부채	22	29	31	38	44
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	2	5	5	6	7
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	20	24	26	32	37
비유동부채	13	17	18	22	26
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	17	18	22	26
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	35	45	49	61	70
지배주주지분	163	168	181	202	242
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	113	113	114	114	114
자본조정 등	0	-8	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	-2	8	10	10	10
이익잉여금	26	29	39	61	100
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	163	168	181	202	242

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	170	5	190	406	763
EPS(지배순이익 기준)	170	5	190	406	763
BPS(자본총계 기준)	3,130	3,221	3,468	3,874	4,637
BPS(지배지분 기준)	3,130	3,221	3,468	3,874	4,637
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	123.6	3,697.7	125.3	58.5	31.1
P/E(지배순이익 기준)	123.6	3,697.7	125.3	58.5	31.1
P/B(자본총계 기준)	6.7	5.5	6.8	6.1	5.1
P/B(지배지분 기준)	6.7	5.5	6.8	6.1	5.1
EV/EBITDA(Reported)	79.5	192.3	83.1	39.8	21.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-55.0	-97.2	3,838.1	114.2	88.0
EPS(지배순이익 기준)	-55.0	-97.2	3,838.1	114.2	88.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.2	0.2	5.7	11.1	17.9
ROE(지배순이익 기준)	5.2	0.2	5.7	11.1	17.9
ROA	4.3	0.1	4.4	8.5	13.7
안정성 (%)					
부채비율	21.4	26.9	27.3	30.1	29.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	396.4	68.8	168.9	344.9	549.3

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.19	BUY	25,000	-33.15	-27.80
2022.08.19	BUY	27,000	-42.89	-33.33
2023.02.19	AFTER 6M	27,000	-40.46	-34.41
2023.03.07	BUY	29,000	-30.74	-19.14
2023.05.23	BUY	38,000	-43.17	-36.97
2023.07.03	BUY	40,000	-41.78	-29.25
2023.09.27	BUY	49,000		

▶ 최근 2년간 한올바이오파마 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 엄민용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이건 분류

- ▶ 업종 투자이건 분류 현대차증권의 업종투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.07.01~2023.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	90.6%
보유	16건	9.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.