

Company Brief

2019-01-15

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000 원(상향)
증가(2019/01/14)	32,200 원

Stock Indicator	
자본금	26 십억원
발행주식수	5,224만주
시가총액	1,682 십억원
외국인지분율	7.1%
52 주 주가	23,400~41,600 원
60 일평균거래량	462,226 주
60 일평균거래대금	14.4 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	15.2	21.5	-17.4
상대수익률	2.5	19.7	32.2	-0.1



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	84	92	122	144
영업이익(십억원)	4	5	9	13
순이익(십억원)	6	3	7	10
EPS(원)	111	65	128	190
BPS(원)	2,129	2,203	2,341	2,540
PER(배)	219.3	495.9	250.8	169.1
PBR(배)	11.5	14.6	13.8	12.7
ROE(%)	5.4	3.0	5.7	7.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	206.8	213.8	148.2	109.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오] 김재익
(2122-9183) jaeikik@hi-ib.com

한올바이오파마(009420)

1 분기에도 순조로운 R&D

마일스톤 반영으로 점차 개선되는 실적

2018 년 한올바이오파마는 매출액 918 억원(+9.0% y-y), 영업이익 55 억원(+54.6%, 영업이익률 6.0%)의 실적을 기록하였다. HL161 의 계약금 안분인식 및 본업 실적 개선으로 영업이익이 큰 폭으로 증가하였다.

2019 년에도 기술로 기반 실적 성장세를 유지할 것으로 기대된다. 2019 년 매출액은 1219 억원(+32.7% y-y), 영업이익 87 억원 (+62.3% y-y, 영업이익률 7.3%)으로 추정하였다. HL161 의 계약금 3,000 만달러 안분인식 및 올해 3 월 개시될 HL161 임상 2 상 관련 마일스톤 수취로 올해도 영업이익은 50%이상의 고성장이 예상된다. HL161 관련 마일스톤은 계약시점에서 5 년간 분할 인식되는 것으로 가정, 2019 년에는 약 255 억원이 반영되는 것으로 추정하였다.

고무적인 HL161 임상 1 상 중간결과

동사의 파트너사인 로이반트(Roivant)는 지난 JPM Healthcare Conference 에서 HL161 의 임상 1 상 중간결과를 발표하였다. 임상 1 상 중간결과에 따르면, HL161 피하주사(SC)제형 투여 시, 혈중 IgG 가 최대 78.4%(680mg) 감소하는 것을 확인하였다. 일반적으로 정맥주사(IV)제형 대비 효과가 낮은 SC 제형으로 78.4%(680mg), 62.7%(340mg)의 혈중 IgG 감소효과를 낸 것은 매우 고무적인 결과로 볼 수 있다.

HL161 은 현재 임상 1 상 마무리단계에 있으며, 5 월 4 일 열리는 AAN(American Academy of Neurology)에서 Full data 를 발표할 예정이다. 1 분기 중증근무력증 대상 임상 2 상을 개시할 예정이며, 추가적으로 연내 2, 3 번째 적응증에 대한 임상 2 상을 개시할 예정이다.

1 분기 내 HL036 임상 3 상 개시, 연내 탐라인 결과 발표 기대

안구건조증 치료제 HL036 의 임상 3-1 상은 1 분기 내 개시될 것으로 전망된다. 총 630 명(HL036 0.25% 315 명, placebo 315 명)을 대상으로 진행되며, 올해 연말에는 탐라인 결과를 확인할 수 있을 것으로 기대된다. 안구건조증 치료제의 FDA 허가를 위해서는 efficacy 임상 2 회, safety 임상 1 회를 진행해야 한다. HL036 관련 타임라인은 다음과 같다: 3-1 상(1Q19~1Q20), 3-2 상 및 Safety 임상 (2Q20~2Q21), 허가신청(4Q21), 허가취득(4Q22).

목표주가 40,000 원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 35,000 원에서 40,000 원으로 상향한다. 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 기반으로 영업가치 1,589 억원, 신약가치 1 조 8,091 억원을 적용해서 산출하였다. 실적에 HL161 관련 기술로 추정치를 추가하였으며, 연도변경에 따른 신약가치 DCF 기간 및 할인률 변화를 반영하였다.

표 1. 한올바이오파마 SOTP Valuation

(단위: 십억원)		비고
1. 영업가치	152.4	한올바이오파마 12M FWD EBITDA 72.7 억원 상위제약사 평균 12M FWD EV/EBIDA 20.9배 적용
2. 비영업가치	1,807.0	
신약가치	1,807.0	
HL161	606.3	표 4 참조
HL036	1,200.8	표 7 참조
3. 순차입금	-91.5	
4. 기업가치 (1+2-3)	2,050.9	
5. 보통주주식수(1,000)	52,240.6	
6. 적정주가	39,258.1	

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

표 2. HL161 관련 마일스톤 실적반영 추정

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	총액(십억원)	총액 (백만달러)
계약금	0.6	6.6	6.6	6.6	6.6	6.1	32.5	29.5
2상 마일스톤			18.9	9.1	9.1	8.3	45.3	41.1
3상 마일스톤					55.4	12.4	67.9	61.7
합계	0.6	6.6	25.5	15.7	71.1	26.8	145.6	132.3

주 1: 계약금 및 마일스톤은 계약체결 시점부터 5년간(2018~2022) 분할인식 가정

주 2: 마일스톤은 계약시점~수취시점까지의 금액은 일시 인식 이후 잔여금액은 분할 인식인식

주 3: 마일스톤 총액 4 억 5250 만달러 중 개발 마일스톤의 비중 50% 가정

주 4: 마일스톤은 2 상개시, 3 상개시, 허가 시 수취추정, 각각 개발 마일스톤의 20%, 30%, 50%로 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

표 3. HL161 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data의 각 질환별 시장 규모 추정치 적용
최대 시장점유율	25% 가정
개발 일정	2019년 임상 2상 개시, 2023년 허가 및 발매
로열티	15% 가정
마일스톤	개발 마일스톤과 판매 마일스톤 비율 5:5 가정
할인률	WACC: 11.4% 가정 (기존 가정 14.6%, 무위험 이자율 2.2%, beta 1.873)
가정(WACC)	무위험 이자율 2.0%(국고채 10년물), Equity Risk Premium 9.4% (52주 평균 beta 1.785 적용)
영구성장률	비항암제 감안 -20% 가정
임상 성공확률	비항암제 임상 2상 성공률 18.7%

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

표 4. HL161 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	'26F	...	'35F
희귀 자기면역질환 시장규모	2,101	2,561	3,196	4,094	4,501	4,907	5,697	6,848		39,232
성장률	31.6	21.9	24.8	28.1	9.9	9.0	16.1	20.2		23.4
중증근무력증	331	457	519	539	545	550	716	930		9,865
특발성 혈소판 감소증	1,096	1,118	1,135	1,155	1,158	1,084	1,300	1,560		8,051
루푸스신염	1,646	1,821	2,052	2,282	2,562	2,801	2,973	3,295		8,325
천포창	0	0	59	118	236	472	708	1,062		12,992
시신경 척수염	235	259	285	313	360	414	476	524		1,235
M/S(Peak M/S 40%)				5.0	10.0	15.0	20.0	25.0		25.0
예상매출				205	450	736	1,139	1,712		9,808
성장률					119.9	63.5	54.8	50.3		23.4
개발일정	2상개시	2상종료	3상개시	일부 적응증 허가	허가/발매					
마일스톤	45		68		113					
로열티				31	68	110	171	257		1,471
FCF (세율 10% 가정)	42	0	63	29	168	103	159	239		1,368
A. NPV (WACC 11.4% 가정)	1896									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	923									
합산가치(A+B)	2819									
Risk-adjusted NPV(성공률 19%가정)	527									
환산 가치(환율 1,150 원/달러)	606									
Share	52,241									
주당 가치(원)	11,605									

주: DCF 시작연도 2018 년에서 2019 년도로 변경

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

표 6. HL036 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data의 안구건조증치료제 시장 규모 추정치 적용
최대 시장점유율	25% 가정
개발 일정	2019년 1분기 임상 3상 개시, 2020년 임상 3상 종료, 2021년 허가 및 발매
마진율 가정	순이익률 40% 가정
할인률	WACC: 11.4% 가정 (기준 가정 14.6%, 무위험 이자율 2.2%, beta 1.873)
가정(WACC)	무위험 이자율 2.0%(국고채 10년물), Equity Risk Premium 9.4% (52주 평균 beta 1.785 적용)
영구성장률	비항암제 감안 -20% 가정
임상 성공확률	비항암제 임상 3상 성공률 54.7%

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

표 7. HL036 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	'26F	...	'35F
안구건조증 시장규모	2,358	2,648	3,056	3,714	4,454	5,067	5,407	5,947		14,023
성장률	8.6	12.3	15.4	21.5	19.9	13.8	6.7	10.0		10.0
M/S (Peak M/S 30%)			5.0	10.0	15.0	20.0	25.0	25.0		20.0
예상매출			153	371	668	1,013	1,352	1,487		2,805
성장률				143.1	79.9	51.7	33.4	10.0		10.0
개발일정	3상완료	FDA 허가	발매							
예상순이익			61	149	267	405	541	595		1,122
FCF (세율 10% 가정)			55	134	241	365	487	535		1,010
A. NPV (WACC 13.0% 가정)	3,405									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	412									
합산가치(A+B)	3,818									
Risk-adjusted NPV (성공률 19%가정)	2,088									
배분비용 고려 가치 (한올바이오파마 50% 가정)	1,044									
환산 가치 (환율 1,150 원/달러)	1,201									
Share	52,241									
주당 가치 (원)	22,985									

주: DCF 시작연도 2018 년에서 2019 년도로 변경

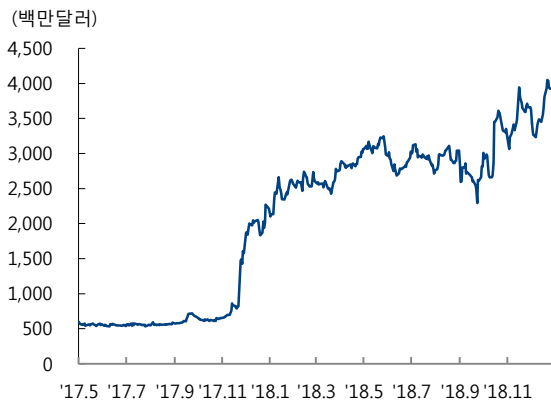
자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

표 8. HL161 주요 경쟁 파이프라인 현황 (주 1회 제형)

	HL161	ARGX-113	UCB7665	SYN001	M281
개발사	한올바이오파마	Argenx	UCB	Syntimmune	Momenta
물질구조	완전인간항체	항체 Fc 변형체	인간화 항체	인간화 항체	완전인간항체
개발단계	SC(임상 1상), IV(임상 1상)	SC(임상 1상), IV(임상 3상)	IV(임상 1b/2a 상)	IV(임상 1b/2a 상)	IV(임상 1상)
투여량	2.5~5.0mg/kg	10.0mg/kg	5.0~10.0mg/kg		10.0~15.0mg/kg
부작용	면역력 저하	면역력 저하	면역력 저하	면역력 저하	뇌수막염, 급성신부전

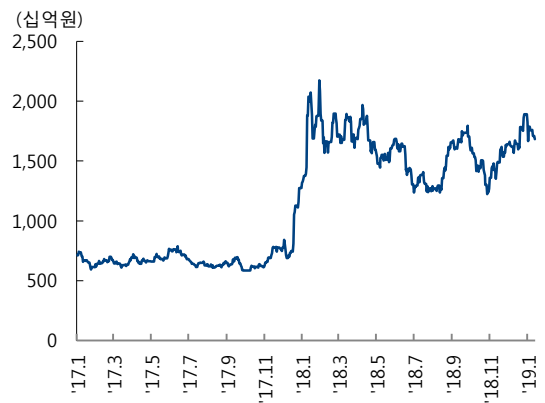
자료: 한올바이오파마, 하이투자증권 리서치센터 전망

그림 1. Argenx 시가총액 추이



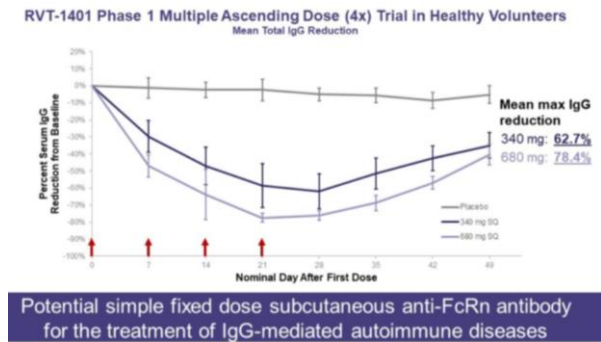
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림 2. 한올바이오파마 시가총액 추이



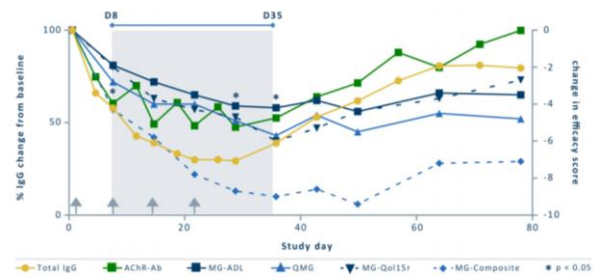
자료: Quntiwise, 하이투자증권 리서치센터

그림 3. SC 제형 임상 1상 중간결과



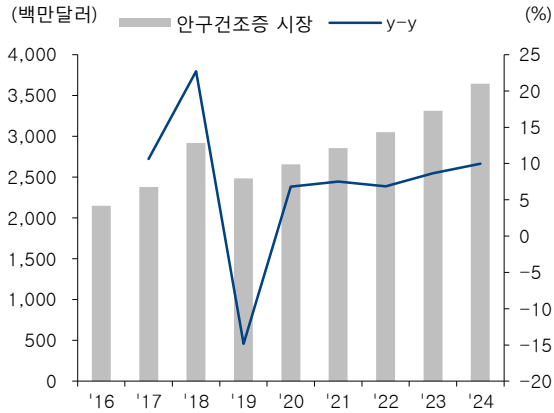
자료: 한올바이오파마, 하이투자증권 리서치센터

그림 4. ARGX-113 중증근무력증 2상(IV제형): IgG 최대 70.7% 감소



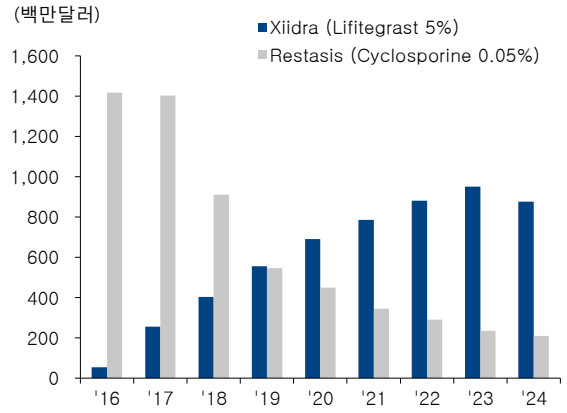
자료: Argenx, 하이투자증권 리서치센터

그림 5. 안구건조증 시장규모



자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

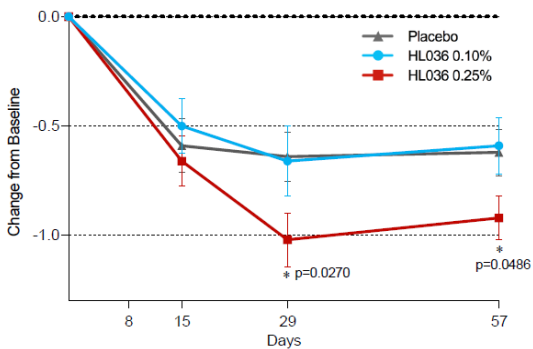
그림 6. 레스타시스, 자이드라 매출액 추이 및 전망



자료: Global Data, 하이투자증권 리서치센터

그림 7. HL036 임상 2상 결과(Sign-ICSS 변화량)

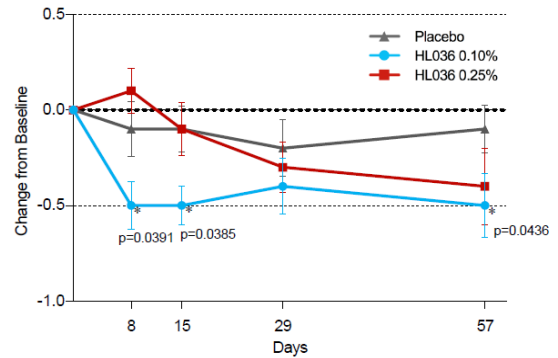
[Sign: 의사가 측정하는 객관적 지표]
ICSS Change in CAE (Pre-to-Post CAE)



자료: 한올바이오파마, 하이투자증권 리서치센터

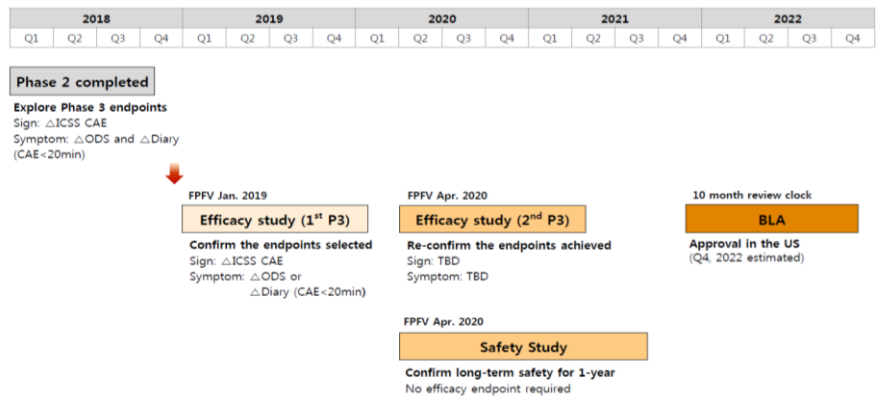
그림 8. HL036 임상 2상 결과(Symptom-ODS 변화량)

[Symptom: 환자가 느끼는 주관적 지표]
Ocular Discomfort Score (Pre-CAE)



자료: 한올바이오파마, 하이투자증권 리서치센터

그림 9. HL036 개발 스케줄



자료: 한올바이오파마, 하이투자증권 리서치센터

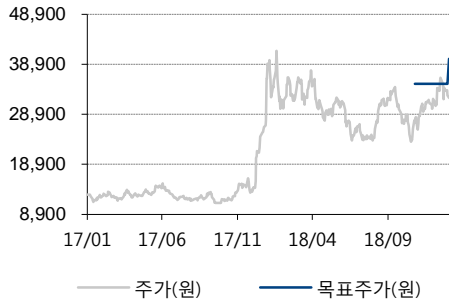
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	138	144	151	161	매출액	84	92	122	144
현금 및 현금성자산	42	41	32	30	증가율(%)	1.6	9.0	32.7	17.8
단기금융자산	54	56	59	62	매출원가	42	44	58	69
매출채권	19	21	28	33	매출총이익	43	48	64	75
재고자산	16	18	24	28	판매비와관리비	39	43	55	62
비유동자산	30	30	34	37	연구개발비	10	11	14	14
유형자산	13	14	13	12	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	10	10	14	18	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	169	174	184	198	영업이익	4	5	9	13
유동부채	53	54	57	60	증가율(%)	1,140.4	54.6	62.3	42.7
매입채무	16	18	21	23	영업이익률(%)	4.2	6.0	7.3	8.8
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	1	1	1	1
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	5	5	5	5	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	-2	-1	-1
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	3	4	8	12
부채총계	57	59	62	65	법인세비용	-3	1	1	2
자배주주지분	111	115	122	133	세전계속이익률(%)	3.1	4.3	6.5	8.1
자본금	26	26	26	26	당기순이익	6	3	7	10
자본잉여금	112	112	112	112	순이익률(%)	6.9	3.7	5.5	6.9
이익잉여금	-24	-21	-14	-4	지배주주귀속 순이익	6	3	7	10
기타자본항목	-3	-3	-3	-3	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	6	4	7	10
자본총계	111	115	122	133	지배주주귀속총포괄이익	6	3	7	10

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	42	3	-2	4	주당지표(원)				
당기순이익	6	3	7	10	EPS	111	65	128	190
유형자산감가상각비	2	1	1	1	BPS	2,129	2,203	2,341	2,540
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	153	102	164	227
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-10	-5	-8	-8	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2	-2	-	-	PER	219.3	495.9	250.8	169.1
무형자산의 처분(취득)	0	-	-5	-5	PBR	11.5	14.6	13.8	12.7
금융상품의 증감	-8	-3	-3	-3	PCR	159.8	315.5	196.6	142.1
재무활동 현금흐름	1	1	1	1	EV/EBITDA	206.8	213.8	148.2	109.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.4	3.0	5.7	7.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	6.8	8.1	8.8	10.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	51.7	51.3	50.8	48.8
현금및현금성자산의증감	32	-1	-9	-3	순부채비율	-86.0	-84.6	-74.8	-69.3
기초현금및현금성자산	9	42	41	32	매출채권회전율(x)	4.0	4.6	5.0	4.8
기말현금및현금성자산	42	41	32	30	재고자산회전율(x)	4.9	5.3	5.8	5.5

자료 : 한올바이오파마, 하이투자증권 리서치센터

한올바이오파마
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-11-06	Buy	35,000	1년	-10.8	3.4%
2019-01-14	Buy	40,000			

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 :)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	90.9%	9.1%	-