

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

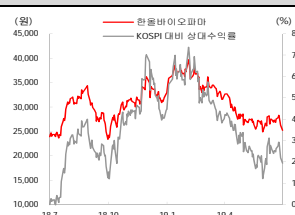
Company Data

자본금	261 억원
발행주식수	5,224 만주
자사주	106 만주
액면가	500 원
시가총액	13,191 억원
주요주주	
(주)대웅제약(외5)	35.90%
국민연금공단	7.12%
외국인지분율	7.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/07/30)	25,250 원
KOSPI	202948 pt
52주 Beta	1.47
52주 최고가	39,650 원
52주 최저가	23,400 원
60일 평균 거래대금	66 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.4%	6.5%
6개월	-23.3%	-17.4%
12개월	3.7%	17.3%

한울바이오파마 (009420/KS | 매수(신규편입) | T.P 41,000 원(신규편입))

향체로 향체를 다스린다!

투자의견 매수 및 목표주가 41,000 원으로 커버리지 개시. 동사의 주요 파이프라인에는 HL161 과 HL036 이 있음. HL161 은 긍정적인 임상 1 상 결과를 바탕으로 로이반트사로 기술수출되어 현재 임상 2 상 진행 중. HL036 은 미국 임상 3 상 중에 있으며 2019 년말 top-line 결과 발표가 예상. 기술수출에 따른 마일스톤 유입이 지속되어 2019 년과 2020 년 실적개선을 견인할 전망.

투자의견 매수 및 목표주가 41,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 sum-of-parts 방식으로 산정됨. 영업가치는 12 개월 Forward 순이익에 중소형 제약사 target multiple 을 적용하여 산정, 신약가치는 동사의 주요 파이프라인인 자가면역질환 치료제 HL161 과 안구건조증 치료제 HL036 의 현재가치를 각각 산정하여 합산함.

주요 파이프라인 HL161 과 HL036

자가면역질환 치료제인 HL161 은 IgG 수치를 효과적으로 떨어뜨리는 효능을 임상 1 상에서 입증, 파트너사인 로이반트를 통해 북미에서 2 건의 임상 2 상 시험을 진행 중. 2019 년 하반기에는 적응증을 추가하여 임상 1 건이 더 진행될 예정. 안구건조증 치료제 HL036 은 2018 년 하반기 긍정적인 임상 2 상 결과를 토대로 현재 미국 임상 3 상 중에 있으며 2019 년 말에 top-line 결과가 예상되고 있는 상황임.

마일스톤 유입에 따른 2019 년 실적개선에 가능할 전망

동사의 2019 년 연간실적은 매출액이 전년대비 18.0% 증가한 1,084 억원, 영업이익은 전년대비 189.2% 증가한 158 억원 시현이 전망. 2019 년 실적성장의 주요 원인은 마일스톤 유입임. 2019 년 1 분기에 HL036 이 중국 임상 2 상에 진입하면서 마일스톤 11 억 원을 인식, 호실적을 기록함. HL036 의 중국 임상 2 상은 3 분기 중으로 결과발표가 예상되며 이에 따라 임상 3 상이 2019 년 말이나 2020 년초에 진입할 예정, 임상 3 상 진입에 따른 추가 마일스톤이 예상됨. 따라서 마일스톤 유입에 따른 실적개선은 2019 년부터 2020 년까지 계속 이어질 전망.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	829	842	918	1,084	1,293	1,556
yoy	%	3.6	1.6	9.0	18.0	19.3	20.4
영업이익	억원	3	35	55	158	236	307
yoy	%	흑전	1,140.4	54.6	189.2	48.9	30.3
EBITDA	억원	25	57	75	182	256	324
세전이익	억원	17	26	40	171	253	330
순이익(지배주주)	억원	20	58	33	151	222	290
영업이익률%	%	0.3	4.2	6.0	14.6	18.2	19.7
EBITDA%	%	3.0	6.8	8.1	16.8	19.8	20.9
순이익률	%	2.4	6.9	3.6	13.9	17.2	18.6
EPS(계속사업)	원	39	111	63	288	425	555
PER	배	338.0	219.3	573.1	87.6	59.4	45.5
PBR	배	6.6	11.5	16.2	9.8	8.3	7.0
EV/EBITDA	배	253.1	207.6	241.8	67.1	46.6	35.9
ROE	%	2.0	5.4	2.9	12.0	15.2	16.7
순차입금	억원	-549	-956	-894	-1,007	-1,248	-1,547
부채비율	%	19.5	51.7	38.8	37.1	36.5	35.9

Contents

1. 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 제시	3
2. 항체로 항체를 다스린다!	5
3. 실적전망	10

1. 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 제시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 영업가치와 신약가치를 각각 산정하여 이들을 합친 sum-of-parts 방식으로 산정하였다. 영업가치는 12 개월 Forward 순이익에 중소형 제약사 target multiple 을 적용하여 산정하였고 신약가치는 동사의 주요 파이프라인인 자가면역질환 치료제 HL161 과 안구건조증 치료제 HL036 의 현재가치를 각각 산정하였다. 이에 따라 도출된 목표주가는 41,000 원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다.

그림 1. 한울바이오파마의 Valuation Table

구분	내용	비고
1. 영업가치	6,376	
순이익(억원)	222.0	12개월 Forward 예상 순이익
발행주식수(주)	52,241,000	
EPS(원)	425	12개월 Forward 예상 EPS
적용PER(배)	15.0	중소제약사 target multiple
주당가치(원)	6,376	
2. 신약가치	35,212	
HL161 주당 가치	20,016	
HL036 주당 가치	15,196	
3. 차입금 가치	963	
2019년 예상 차입금	503	
발행주식수(주)	52,241,000	
주당가치(원)	963	
최종가치	40,625	1+2-3
현재주가	25,950	
목표주가	41,000	
상승여력(%)	56.2	

자료: SK 증권 추정치

그림 2. 자가면역질환 치료제 HL161의 현재가치 산정 Table

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
자가면역질환 시장규모 (백만달러)	24000.0	25920.0	27993.6	30233.1	32651.7	35263.9	38085.0	41131.8	44422.3	47976.1	51814.2	55959.3	60436.1	65271.0	70492.6	76132.1	82222.6	88800.4
성장률		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
HL161 점유율(%)							10.0%	20.0%	25.0%	28.0%	30.0%	33.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
HL161 매출액							3808.5	8226.4	11105.6	13433.3	15544.3	18466.6	21152.6	26108.4	28197.1	30452.8	32889.0	35520.2
라닝로열티	15.0%						571.3	1234.0	1665.8	2015.0	2331.6	2770.0	3172.9	3916.3	4229.6	4567.9	4933.4	5328.0
HL161 이익							571.3	1234.0	1665.8	2015.0	2331.6	2770.0	3172.9	3916.3	4229.6	4567.9	4933.4	5328.0
법인세율	20.0%																	
HL161 순이익							457.0	987.2	1332.7	1612.0	1865.3	2216.0	2538.3	3133.0	3383.6	3654.3	3946.7	4262.4
할인율	10.0%																	
현재 가치	14092.1						415.5	815.8	1001.3	1101.0	1158.2	1250.9	1302.6	1461.6	1435.0	1408.9	1383.3	1358.1
환율	1060.0																	
원화가치(억원)	14937.6																	
임상 할인율	30%																	
최종 가치(억원)	10456.4																	
주식수(천주)	52,241																	
주당 가치(원)	20,016																	

자료: SK 증권 추정치

그림 3. 안구건조증 치료제 HL036의 현재가치 산정 Table

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
안구건조증 시장규모(백만달러)		3600.0	3780.0	3969.0	4167.5	4375.8	4594.6	4824.3	5065.6	5318.8	5584.8	5864.0	6157.2	6465.1	6788.3	7127.8	7484.1	7858.3
성장률			5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
HL036 점유율(%)							1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
HL036 매출액							45.9	241.2	506.6	797.8	1117.0	1466.0	1539.3	1616.3	1697.1	1781.9	1871.0	1964.6
라닝로열티	15.0%						6.9	36.2	76.0	119.7	167.5	219.9	230.9	242.4	254.6	267.3	280.7	294.7
HL036 이익							6.9	36.2	76.0	119.7	167.5	219.9	230.9	242.4	254.6	267.3	280.7	294.7
법인세율	20.0%																	
HL036 순이익							5.5	28.9	60.8	95.7	134.0	175.9	184.7	194.0	203.7	213.8	224.5	235.8
할인율	10.0%																	
현재 가치	902.1						5.0	23.9	45.7	65.4	83.2	99.3	94.8	90.5	86.4	82.4	78.7	75.1
환율	1060.0																	
원화가치(억원)	992.3																	
임상 할인율	20%																	
최종 가치(억원)	793.9																	
주식수(천주)	52,241																	
주당 가치(원)	15,196																	

자료: SK 증권 추정치

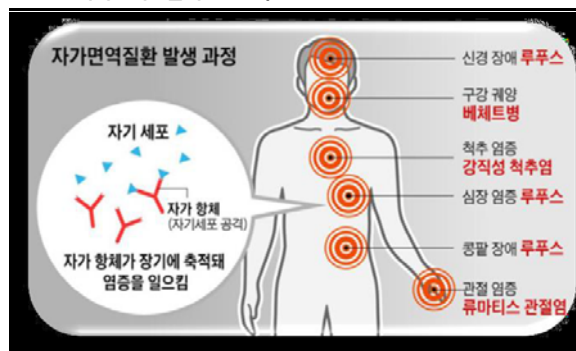
2. 항체로 항체를 다스린다!

1. 부작용이 적은 자가면역질환 치료제 HL161

동사의 주요 파이프라인 2 개 중 하나인 HL161 은 자가면역질환 항체 신약이다. 자가면역질환은 자신의 몸을 보호해주는 항체와 면역세포가 자신의 몸을 공격하면서 발생하는 질환인데 항체가 어느 부위에 공격하느냐에 따라 질환은 여러가지로 구분될 수 있다. 통계적으로 유럽이나 서양인들에게 주로 발생되는데 유럽과 북미의 전체 인구 중 5%의 인구가 이 병을 앓고 있다.

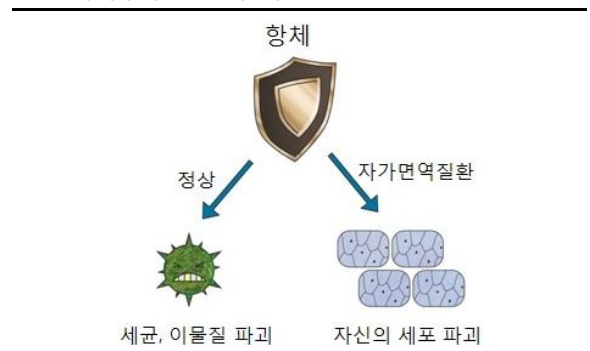
현재까지 뚜렷한 치료제는 없고 스테로이드나 면역억제제를 투여하므로써 평상시 증상을 관리하고 있는데 응급시에는 Plasmapheres(혈액투석을 통해 항체를 물리적으로 제거하는 수술)을 하거나 IVIG(타인의 혈액에서 모은 항체를 대량으로 투여하여 증세를 완화시키는 치료법) 등의 치료를 받고 있다. 동사의 HL161 은 앞의 치료제에서 오는 불편함과 고비용의 한계점을 대체하는 치료제라 할 수 있다.

그림 4. 자가면역질환의 발생 과정



자료 : 한울바이오파마, SK 증권

그림 5. 항체가 내 몸을 공격한다

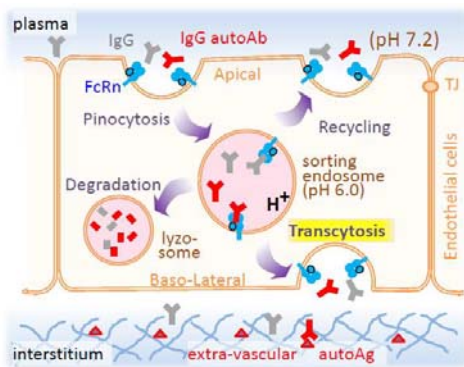


자료 : 한울바이오파마, SK 증권

항체의 종류에는 IgA, IgD, IgE, IgG, IgM 으로 총 5 가지가 있는데 이 중에서 자가면역 질환을 유발하는 항체는 IgG 이다. 자가면역질환 환자들의 경우 IgG 의 수치가 정상인에 비해 높게 나타나는데 HL161 의 목적은 IgG 의 수치를 떨어뜨리는 것이다.

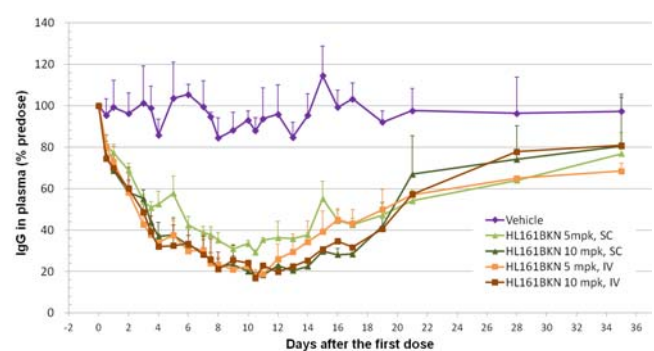
HL161 은 IgG 의 수치를 떨어뜨리기 위해 IgG 가 체내에서 일정수치를 유지시키기 위해 결합하는 FcRn 의 binding site 를 억제한다. 이는 원숭이 실험을 통해 HL161 투여에 따른 IgG 농도의 변화를 확인 할 수가 있었다.

그림 6. FcRn blocking 을 통해 IgG 수치를 떨어뜨린다



자료 : 한올바이오파마, SK 증권

그림 7. HL161 의 동물실험을 통해 입증된 IgG 수치 감소














자료 : 한올바이오파마, SK 증권

기존의 치료제인 혈장분리술은 정맥투여로 2 시간 이상 맞아야하며 바이러스의 위험이 있으며 IVIG 의 경우 비용이 비싸다는 단점이 있다. HL161 의 경쟁력은 이러한 기존 치료제들의 50% 수준의 가격으로 공급이 가능하며 감염이 없어 안전한 치료제라는 장점, 입원이 필요없는 자가피하주사 방식(SC)이라는 점과 항체가 fully humanized antibody 로 부작용이 적다.

HL161 은 2017 년 호주에서 임상 시작되었으며 2017 년 12 월에 로이반트사로 총 마일스톤 5,000 억원에 계약금 300 억원(매월 5 억원 분할 인식)으로 기술수출 되었다. 기술수출 이후부터는 로이반트사가 미국과 캐나다에서 임상을 진행하고 있으며 2019 년 2 분기에 임상 2 상에 들어간 상태, 2020 년에는 임상 3 상 진입이 예정되어 있다. 적응증은 기존 자가면역질환 치료제들이 관절염, 건선, 궤양성 대장염 등으로 개발되고 있는 것과는 달리 희귀질환을 대상으로 개발 중인데 주요 적응증은 중증 근무력증, 그레이브스 안병증이다. 2017 년 9 월에는 중국 하버바이오테드도 기술수출 되었는데 현재 임상 2 상 중에 있으며 2020 년에는 임상 3 상 진입 예정이다.

현재 임상 1 상까지의 결과가 공개되었는데 340mg 을 주 1 회 4 번 투약하여 IgG 수치가 63%에서 최대 77%까지 떨어지는 긍정적인 모습을 보이고 있어 향후 임상 2 상의 결과도 기대되는 상황이다.

그림 8. HL161 의 경쟁 제품들

Company	  IMMUNOVANT				
Product (INN)	HL161/RVT-1401 /HBM9161 (Batoclimab)	ARGX-113 (Efgartigimod)	UCB7665 (Rozanolixizumab)	SYNT001 (Orilanolimab)	M281
Modality (homology) ^{b)}	 Fully human IgG1 (92%/98%)	 Mutated Fc fragment (NR)	 Humanized IgG4 (87%/76%)	 Humanized IgG4 (79%/81%)	 Fully human IgG1 (91%/94%)
Administration route & dose	SC injection. 340mg(5mg/kg), QW	IV infusion, 10mg/kg, QW	SC infusion, 7mg/kg, QW	IV infusion, 10~30mg/kg, QW	IV infusion. 30~60mg/kg, Q2W
Adverse events	No significant AEs	No significant AEs	More frequent headache	More frequent headache	No significant AEs
Stage / Indication ^{c)}	P2 in MG/GO	P3 in MG, P2 in ITP/PV/CIDP	P2 in MG/ITP/CIDP	P2 in WAIHA/PV	P2 in MG/HDFN
Next-generation Program ^{d)}	[SC,QW → SC,Q2W] 340~680mg, SC injection, Q2W	[IV,QW → IV/SC,QW] 20mg/kg, IV loading, 2wk + 300mg SC, QW [IV,QW → SC,QW] SC injection applying ENHANZE tech. (licensed from Holozyme)		[IV,QW → SC,Q2W] SC,Q2W using Affibody-Albumod conjugate (licensed from Affibody)	

자료 : 한올바이오파마, SK 증권

2. 임상 2 상 결과가 좋았던 안구건조증 치료제 HL036

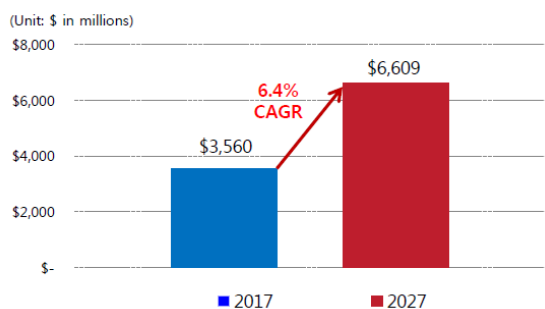
안구건조증 치료제인 HL036 은 anti-TNF α 제제로 안구에 염증을 유발하는 TNF α 를 억제하여 안구건조증 등 안구질환을 치료하는 작용기전을 가지고 있다. 또한 기존 TNF 저해제를 국소질환에 최적화된 분자사이즈로 개량한 단백질 의약품이다.

안구건조증은 전세계 4 천만명 이상이 앓고 있는데 스마트폰 과다사용, 미세먼지 등의 환경변화에 따라 환자수는 증가하고 있다. 2017 년 기준 안구건조증 시장규모는 4 조원에 형성되어 있으며 연평균 성장률은 6.4%에 달하고 있다.

미국 FDA 로부터 현재까지 허가받은 안구건조증 치료제는 2 가지 제품이 있는데 2002 년에 허가받은 앨러간의 Restasis(연간 매출액 2 조원)와 2016 년에 허가 받은 Shire 의 Xiidra(연간 매출액 3000 억원)가 미국의 ETC 시장을 과점하고 있는 상태이다. OTC 시장에는 인공눈물 등의 많은 제품들이 경쟁하고 있다.

앨러간의 Restasis 의 경우 약물을 투여했을 때 이물감 등의 부작용이 발생된다. 재처방률 수치도 낮다. 동사의 HL036 은 기존 anti-TNF 단백질의 150kDa 에서 19kDa 으로 분자량을 크게 줄였으며 탁월한 조직분포 및 잔류 능력을 보유, 대장균을 이용한 저가 생산이 가능하다는 장점이 있다. 따라서 점안액으로 국소투여에 최적화된 치료제라는 장점을 지니고 있다.

그림 9. 글로벌 안구건조증 시장규모



자료 : 한올바이오파마, SK 증권

그림 10. 안구건조증 치료제의 주요 제품 매출액 추이

주요제품 매출 (\$ in million)

Product	2015	2016	2017	2018 (E)
Restasis (Allergan)	1,535	1,781	1,962	1,766
Xiidra (Shire)	-	110	441	660

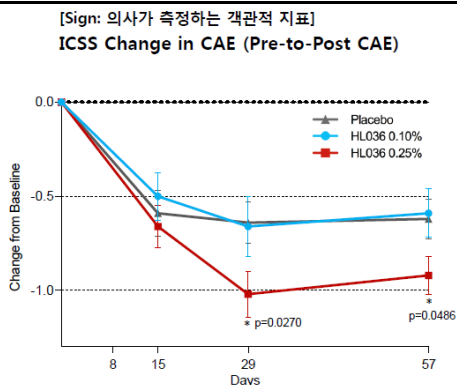
자료 : 한올바이오파마, SK 증권

HL036 은 2018 년 하반기 미국 임상 2 상이 완료되었고 2019 년 3 월 미국에서 630 명 의 환자를 대상으로 임상 3 상에 진입하였다. 2018 년 하반기에 미국 안과학회에서 발표된 임상 2 상 결과가 매우 고무적이어서 임상 3 상의 긍정적인 결과도 기대된다.

임상 2 상의 결과는 의사가 측정하는 객관적 지표인 Sign 과 환자가 느끼는 주관적 지표인 Symptom 두가지로 나누어 발표하였는데 두가지 모두에서 긍정적인 결과를 이루어냈다. Sign 에서는 건조환경에서 각막을 보호하는 임상적 효과를 확인하는 ICSS 변화량 지표를 측정하였는데 HL036 0.25% 점안액은 투약 4 주부터 유의한 효과를 보이기 시작하였다. 환자가 느끼는 건성안 증후(symptom)를 측정하는 ODS 지표에서는 HL036 0.10% 점안액은 투약 1 주 후부터 유의적인 효과를 보였고 HL036 0.25% 점안액은 8 주 시점에서 개선 효과를 보이기 시작하였다.

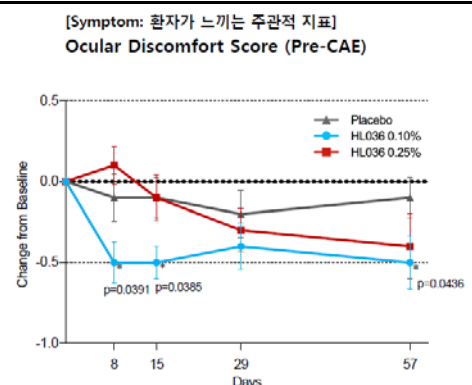
따라서 HL036 의 임상 2 상 결과는 유사한 프로토콜로 임상을 진행했던 경쟁제품들의 임상 2 상 결과 대비 월등한 효과를 입증하였다.

그림 11. 의사가 측정하는 객관적 지표



자료 : 한올바이오파마, SK 증권

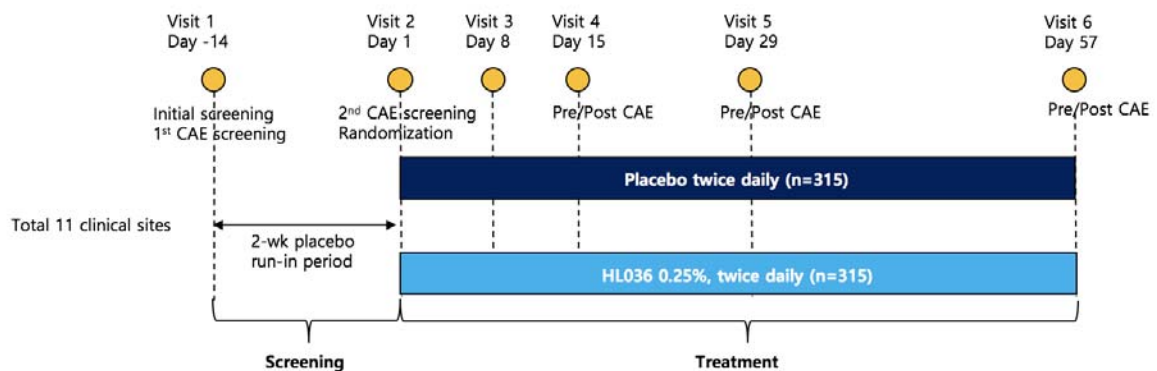
그림 12. 환자가 느끼는 주관적 지표



자료 : 한올바이오파마, SK 증권

HL036 은 2019 년 3 월 미국에서 임상 3 상을 위해 첫 환자투약이 시작되었으며 총 10 주간의 임상을 거쳐 2019 년 12 월에는 top-line 결과가 도출될 예정이다. 이 치료제는 2017 년 9 월 중국 하버바이오메드로 HL161 과 함께 총 마일스톤 8,100 만불에 계약금 400 만불로 기술수출 되었다. 중국에서 HL036 은 2019 년 1 분기에 중국 임상 2 상에 진입하였고 2020 년 상반기중으로는 임상 3 상 진입 예정에 있다.

그림 13. HL036 점안액의 안구건조증 임상 3 상 계획



자료 : 한올바이오파마, SK 증권

3. 실적전망

동사의 2019 년 연간실적은 매출액이 전년대비 18.0% 증가한 1,084 억원, 영업이익은 전년대비 189.2% 증가한 158 억원 시현이 전망된다. 2019 년 실적성장의 주요 원인은 마일스톤 유입이다. 2019 년 1 분기에는 HL036 이 중국 임상 2 상에 진입하면서 마일스톤 200 만불을 일시로 수령하였다. 대웅제약과 5:5 의 비율로 나누어 인식하였고 동사는 약 11 억원 정도의 마일스톤을 인식하면서 호실적을 기록하였다. HL036 의 중국 임상 2 상은 3 분기 중으로 결과발표가 예상되며 이에 따라 임상 3 상이 2019 년 말이나 2020 년초에 진입할 예정, 임상 3 상 진입에 따른 추가 마일스톤이 예상된다.

HL036 이외에도 HL161 의 추가 마일스톤 유입은 2019 년 하반기에 전망되는데 중국 임상 2 상 진입에 따라 하버바이오메드로 부터의 유입이 예상된다. 따라서 2018 년 연간 61 억원을 기록했던 마일스톤은 2019 년 연간으로 두배 이상 증가한 147 억원이 예상되면서 2019 년 전체 실적 성장세를 견인할 전망이다.

동사의 2019 년 2 분기 실적은 매출액이 298 억원(+32.3%YoY), 영업이익은 70 억원(+336.4%YoY)을 시현, 영업이익이 시장 컨센서스를 59% 상회하는 호실적을 기록하였다. 이번 호실적의 주요 원인은 1) HL161 의 임상 2 상 진입에 따라 로이반트로부터 일회성 마일스톤 34 억원 유입, 2) 의약품 부문에서 +13.2%YoY 를 기록한 고성장세, 3) HL036 임상 3 상 진입에 따른 대웅제약으로부터의 마일스톤 유입 때문이다. 로이반트 마일스톤은 총 116 억원이 유입되었는데 그 중 34 억원만 일시적으로 인식되고 나머지 금액은 매달 2.5 억원씩 인식될 예정이다.

2019 년 하반기에도 임상 진행에 따른 마일스톤 유입이 예정되어 있어 실적 개선세는 지속될 전망이다.

그림 14. 한올바이오파마의 2019 년 2 분기 실적 Review

(억원, %)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P		증감율		컨센서스 차이
					확정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	225.4	239.8	232.4	245.0	298.2	271.0	32.3	21.7	10.0
영업이익	16.1	21.3	14.6	25.5	70.1	44.0	336.4	174.6	59.2
세전이익	30.7	25.6	(23.6)	32.9	53.5	35.0	74.1	62.9	53.0
순이익	27.0	25.5	(26.7)	33.0	41.7	35.0	54.4	26.5	19.2
영업이익률	7.1	8.9	6.3	10.4	23.5	16.2			
세전이익률	13.6	10.7	-10.1	13.4	18.0	12.9			
순이익률	12.0	10.6	-11.5	13.5	14.0	12.9			

자료 : SK 증권 추정치

그림 15. 한올바이오파마의 분기 및 연간 실적 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	220.9	225.4	239.8	232.4	245.0	298.2	281.0	259.9	842.3	918.4	1,084.0	1,292.9
의약품 판매	194.9	192.2	211.2	208.3	210.6	210.6	217.6	240.1	727.2	806.6	891.1	986.7
기술료 수익	17.0	17.0	17.0	10.2	124.2	26.5	58.3	34.0	45.2	61.2	147.4	265.4
기타	9.0	16.2	11.6	13.8	86.3	8.0	22.3	6.9	69.9	50.6	45.5	40.9
영업이익	2.8	16.1	21.3	14.6	25.5	70.1	38.9	23.9	35.4	54.7	158.3	235.7
세전이익	7.2	30.7	25.6	-23.6	32.9	53.5	47.9	36.9	26.3	40.0	171.3	252.6
순이익	7.2	27.0	25.5	-26.7	33.0	41.7	40.7	35.1	58.1	33.0	150.5	222.0
성장률YoY(%)												
매출액	15.6	9.4	-2.4	16.5	10.9	32.3	17.2	11.8	1.6	9.0	18.0	19.3
영업이익	-132.5	526.1	3.5	-29.7	821.3	336.4	82.3	63.5	1,140.4	54.6	189.2	48.9
세전이익	-273.0	534.4	-3.8	2,145.3	358.1	74.1	87.2	-256.8	56.9	52.2	328.5	47.5
순이익	-273.0	443.6	-5.5	-188.0	360.0	54.4	59.7	-231.5	186.9	-43.2	356.1	47.5
수익률(%)												
영업이익	1.3	7.1	8.9	6.3	10.4	23.5	13.8	9.2	4.2	6.0	14.6	18.2
세전이익	3.2	13.6	10.7	-10.1	13.4	18.0	17.1	14.2	3.1	4.4	15.8	19.5
순이익	3.2	12.0	10.6	-11.5	13.5	14.0	14.5	13.5	6.9	3.6	13.9	17.2

자료: 한올바이오파마, SK 증권 추정치

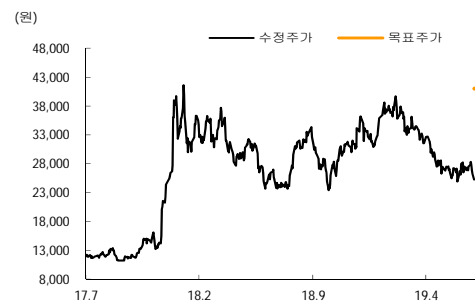
그림 16. 2019 주요 파이프라인 스케줄

Date	Event	Partners
Mar. 2019	HL036 VELOS-2 study (안구건조증 미국 임상3상) 개시	HANALL BIOPHARMA
Apr. 2019	ARVO 2019 Annual Meeting에서 HL036 미국 임상2상 결과 발표	HANALL BIOPHARMA
May 2019	AAN 2019 Annual Meeting에서 HL161/RVT-1401 임상1상 결과 발표	IMMUNOVANT
Q2 2019	HL161/RVT-1401, MG/GO 글로벌 임상2상 개시	IMMUNOVANT
Q3 2019	HL036/HBM9036 안구건조증 중국 임상2상 Top-line 결과 도출	HARBOUR BIOMED
Q4 2019	HL161/RVT-1401, 3번째 적응증 글로벌 임상2상 개시	IMMUNOVANT
Q4 2019	HL161/HBM9161, 2개 적응증 중국 임상2상 개시	HARBOUR BIOMED
Q4 2019	HL036 VELOS-2 study (안구건조증 미국 임상3상) Top-line 결과 도출	HANALL BIOPHARMA

주: ARVO, The Association for Research in Vision and Ophthalmology; AAN, American Academy of Neurology

자료: 한올바이오파마, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.31	매수	41,000원	6개월		
2018.11.28	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(이달마)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 7 월 31 일 기준)

매수	91.79%	중립	8.21%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,384	1,284	1,450	1,775	2,180
현금및현금성자산	419	227	354	595	894
매출채권및기타채권	190	173	194	231	278
재고자산	165	155	174	207	249
비유동자산	303	339	388	382	387
장기금융자산	18	61	118	118	118
유형자산	134	138	124	107	93
무형자산	102	55	53	50	47
자산총계	1,687	1,623	1,838	2,157	2,567
유동부채	528	218	244	291	350
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	134	88	98	117	141
단기충당부채	25	27	31	36	44
비유동부채	47	236	254	285	328
장기금융부채	0	0	6	6	6
장기매입채무 및 기타채무	13	10	9	9	9
장기충당부채	1	1	1	2	2
부채총계	575	454	497	576	678
지배주주지분	1,112	1,169	1,340	1,581	1,889
자본금	261	261	261	261	261
자본잉여금	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
기타자본구성요소	-33	-28	-26	-26	-26
자기주식	-33	-33	-33	-33	-33
이익잉여금	-245	-213	-63	159	449
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,112	1,169	1,340	1,581	1,889
부채외자본총계	1,687	1,623	1,838	2,157	2,567

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	410	-49	153	217	269
당기순이익(손실)	58	33	151	222	290
비현금성항목등	24	102	43	34	35
유형자산감가상각비	15	14	20	17	14
무형자산감가상각비	6	6	3	3	3
기타	11	93	28	16	16
운전자본감소(증가)	328	-172	-26	-16	-15
매출채권및기타채권의 감소(증가)	35	14	-22	-37	-47
재고자산감소(증가)	4	-14	-23	-33	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	47	-50	10	19	24
기타	241	-122	9	36	50
법인세납부	1	-12	-14	-23	-40
투자활동현금흐름	-89	-142	-33	24	30
금융자산감소(증가)	-82	-142	-49	0	0
유형자산감소(증가)	-14	-19	-5	0	0
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0	0
기타	11	19	20	24	30
재무활동현금흐름	6	0	6	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	6	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	6	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	324	-192	128	241	299
기초현금	95	419	227	354	595
기말현금	419	227	354	595	894
FCF	453	-64	153	224	272

자료 : 한올바이오파마, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	842	918	1,084	1,293	1,556
매출원가	416	428	468	545	655
매출총이익	427	490	616	748	902
매출총이익률 (%)	50.7	53.4	56.8	57.9	57.9
판매비와관리비	391	436	458	513	595
영업이익	35	55	158	236	307
영업이익률 (%)	4.2	6.0	14.6	18.2	19.7
비영업손익	-9	-15	13	17	23
순금융비용	-9	-19	-20	-24	-30
외환관련손익	-2	8	9	9	9
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	40	171	253	330
세전계속사업이익률 (%)	3.1	4.4	15.8	19.5	21.2
계속사업법인세	-32	7	21	31	40
계속사업이익	58	33	151	222	290
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	58	33	151	222	290
순이익률 (%)	6.9	3.6	13.9	17.2	18.6
지배주주	58	33	151	222	290
지배주주귀속 순이익률(%)	6.9	3.59	13.89	17.17	18.62
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	63	52	169	241	308
지배주주	63	52	169	241	308
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	57	75	182	256	324

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16	9.0	18.0	19.3	20.4
영업이익	1,140.4	54.6	189.2	48.9	30.3
세전계속사업이익	56.9	52.2	328.5	47.5	30.5
EBITDA	126.3	30.9	143.7	40.9	26.6
EPS(계속사업)	186.0	-43.2	356.1	47.5	30.5
수익성 (%)					
ROE	5.4	2.9	12.0	15.2	16.7
ROA	4.0	2.0	8.7	11.1	12.3
EBITDA마진	6.8	8.1	16.8	19.8	20.9
안정성 (%)					
유동비율	262.1	588.9	594.7	610.4	622.8
부채비율	51.7	38.8	37.1	36.5	35.9
순차입금/자기자본	-86.0	-76.4	-75.2	-79.0	-81.9
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	3,002.9	2,115.3	2,678.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	111	63	288	425	555
BPS	2,129	2,238	2,566	3,026	3,616
CFPS	153	101	333	464	588
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	219.3	658.5	137.6	93.3	71.5
PER(최저)	100.7	370.4	86.4	58.6	44.9
PBR(최고)	11.5	18.6	15.5	13.1	11.0
PBR(최저)	5.3	10.5	9.7	8.2	6.9
PCR	159.8	357.5	75.8	54.4	42.9
EV/EBITDA(최고)	207.6	279.6	108.5	76.0	59.1
EV/EBITDA(최저)	86.7	152.2	66.1	45.9	35.3