

한올바이오파마 (009420)

제약/바이오



서미화

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	42,000원 (M)
현재주가 (7/30)	25,950원
상승여력	62%

시기총액	13,556억원
총발행주식수	52,240,638주
60일 평균 거래대금	67억원
60일 평균 거래량	244,028주
52주 고	39,650원
52주 저	23,400원
외인지분율	7.54%
주요주주	대웅제약 외 1 인 30.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.2	(20.5)	8.6
상대	8.9	(14.1)	22.1
절대(달려환산)	1.7	(21.5)	2.8

마일스톤으로 업그레이드된 실적

매출액 298억원(YoY +32.3%), 영업이익 70억원(YoY +315.4%)

별도기준 2분기 매출액 298억원(YoY +32.3%), 영업이익 70억원(YoY +315.4%)으로 추정치 대비 상회하는 실적을 기록하였다. 의약품 판매 부문은 꾸준히 성장(YoY +13.2%)하고 있으며, 수탁사업 부문에서는 대웅제약과의 생산조정 이후 수탁, 수출 부문의 정상화가 이뤄지며, 매출이 증가되었다. 실적개선에 가장 큰 역할을 한 것은 기술수익료 부문이며, 로이반트로부터 수취한 HL161(자가면역질환치료제) 계약금 약 15억원, 임상 2상 진입에 따른 마일스톤 약 34억원과 대웅제약으로부터 수취한 19년 3월 개시된 HL036(안구건조증치료제) 임상 3상에 대한 마일스톤이 2분기에 약 7억원 인식되면서 총 기술수익료 58억원을 시현하였다.

주요 임상 파이프라인은 순항 중

HL161(자가면역질환치료제): 현재 개발 중인 peer 그룹과는 차별화되는 SC제형으로 개발 중이다. 3가지 희귀자가면역질환(중증근무력증, 그레이브스안병증, 온난항체 용혈성빈혈) 적응증으로 임상 2상 개시 및 개시 예정이다. 중증근무력증 임상 2상 Top-line 결과는 올해 연말 도출 가능할 것으로 보인다.

HL036(안구건조증치료제): 1) 5월 노바티스가 자이드라를 약 6조가격으로 인수하여 안구건조증 시장에 대한 관심이 높아지고 있다. 작년 자이드라의 매출은 400백만달러였음에도 불구하고 계약금만 약 4조가 되는 큰 규모의 딜이였다. 안구건조증에 대한 글로벌 제약사의 관심 확인과 동시에 추후 안구건조증 치료제 계약에 대한 reference가 마련된 것으로 판단된다. 19년 3월부터 임상 2상과 동일 디자인으로 임상 3상 개시되어, 1일 2회 투약하며 8주 점안한다. 현재 630명 중 350명 환자가 등록되었으며, 3Q19 투약완료 및 12월 Top-line 결과 도출 예정이다. 첫번째 임상 3상 종료는 1H20 예상된다. 2) 적응증 확대: 포도막염치료제로 현재 동물 대상 시험 중이며, 1H20 임상 1상 개시가 예상된다. 3) 8월 중국 하버바이오메드 임상 2상 Top-line가 도출될 예정으로 중국 임상 결과를 통해 글로벌 임상 3상 성공 가능성을 예측해 볼 수 있을 것으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	298	32.3	21.7		
영업이익	70	316.7	170.7		
세전계속사업이익	53	67.2	58.5		
지배순이익	41	47.9	23.2		
영업이익률 (%)	23.5	+16.0 %pt	+12.9 %pt		
지배순이익률 (%)	13.8	+1.5 %pt	+0.2 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	842	918	1,076	1,190
영업이익	35	55	169	255
지배순이익	58	33	158	259
PER	118.8	475.7	83.5	50.9
PBR	6.0	13.3	9.9	8.3
EV/EBITDA	104.2	208.6	63.7	43.5
ROE	5.3	2.9	12.8	18.1

자료: 유안타증권

투자의견 Buy, 목표주가 42,000원 유지

동사의 투자포인트는 1) 신약 파이프라인의 기술수익료 수취로 인한 실적 개선(19년 137억원의 기술수익료, 영업이익 YoY +208.9% 성장이 예상 됨) 2) HL161(자가면역질환치료제)의 일본 판권 이전에 대한 가능성, 3) 하반기 HL161(다른 희귀자가면역질환) 및 HL036(포도막염)의 적응증 확대, 4) 최근 화학의약품임에도 불구하고 6조원에 노바티스에 인수된 안구건조증 치료제 자이드라 사례를 통해 안구건조증 시장의 가능성이 한번 더 확인된 것이다. 투자의견 BUY, 목표주가 42,000원, 제약/바이오 업종 내 Top-pick으로 제시한다.

[표 1] 한울바이오파마 실적 현황

(단위: 억원)

	2Q19P	QoQ	1Q19	YoY	2Q18
매출액	298	21.7%	245	32.3%	225
영업이익	70	169.8%	26	315.4%	17
세전이익	54	61.3%	33	70.0%	32
당기순이익	42	25.0%	33	50.2%	28

자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

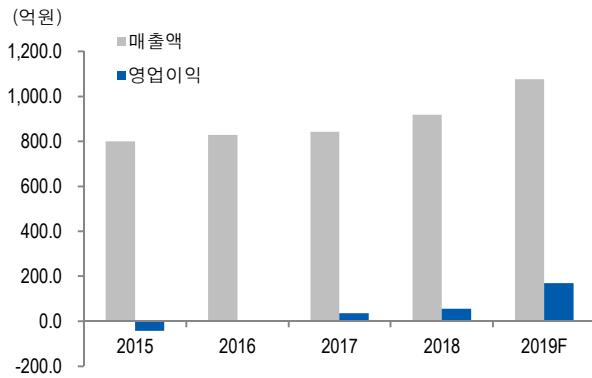
[표 2] 한울바이오파마의 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	220.9	225.4	239.8	232.4	245.0	298.2	274.4	258.8	918.4	1,076.4	1,189.8
YoY	15.6%	9.4%	-2.4%	16.5%	10.9%	32.3%	14.5%	11.4%	9.0%	17.2%	10.5%
의약품 판매	194.9	192.2	211.2	208.3	210.6	217.6	222.8	217.5	806.6	868.4	894.8
기술료 수익	17.0	17.0	17.0	10.2	26.5	58.3	31.6	20.6	61.2	137.0	209.7
기타 (수탁, 수출 등)	8.0	12.6	11.9	12.6	8.1	21.2	21.6	21.8	50.6	71.0	85.3
영업이익	2.8	16.1	21.3	14.6	25.5	70.1	41.2	32.4	54.7	169.1	255.0
YoY	-132.5%	526.1%	3.5%	-29.7%	821.3%	336.4%	93.1%	121.6%	54.6%	208.9%	50.8%
영업이익률	1.3%	7.1%	8.9%	6.3%	10.4%	23.5%	15.0%	12.5%	6.0%	15.7%	21.4%
당기순이익	7.2	27.0	25.5	(26.7)	33.0	41.9	44.4	39.1	33.0	158.4	259.1
YoY	-273.0%	443.6%	-5.5%	-188.0%	360.0%	55.2%	74.1%	흑전	-43.2%	380.0%	63.6%

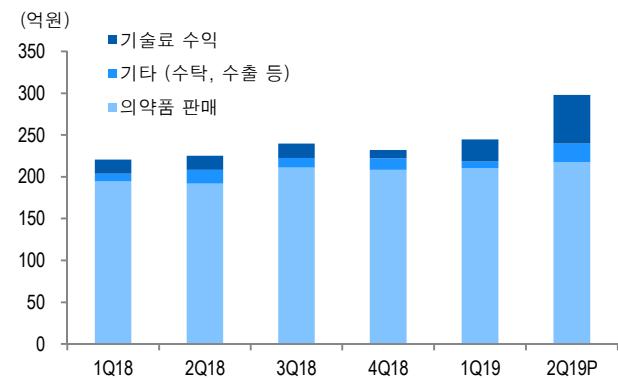
자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한올바이오파마 연간 실적추이



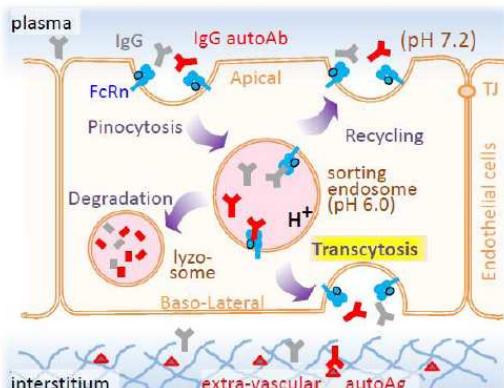
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한올바이오파마 분기별 실적추이



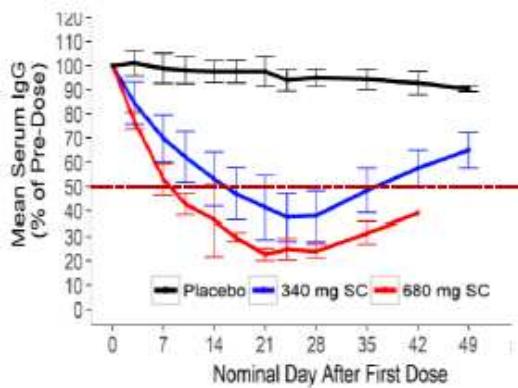
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] FcRn 저해제의 기전



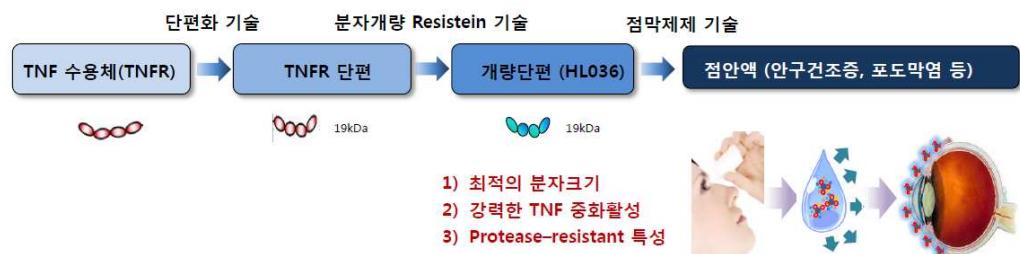
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] HL161 임상 1상 MAD(multi ascending dose) 결과



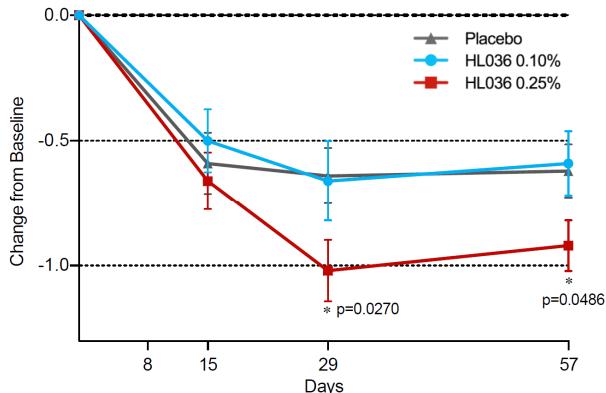
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] HL036(안구건조증 치료제)의 원리



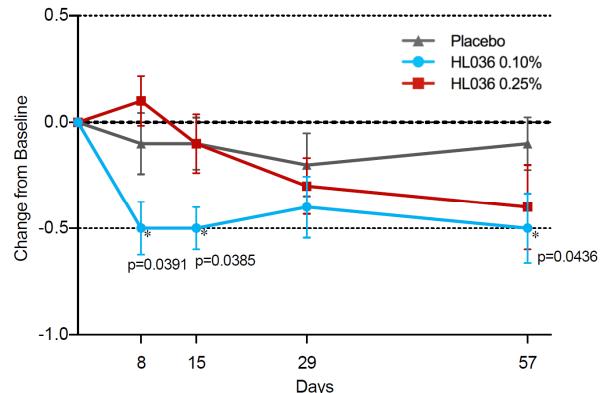
자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] HL036 임상 2상 결과(Sign)



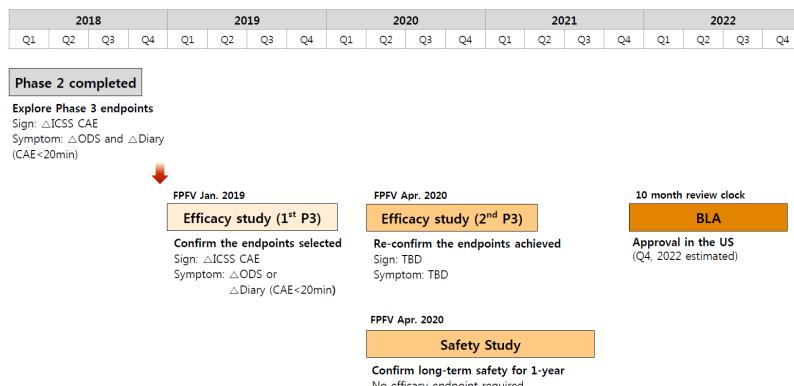
자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] HL036 임상 2상 결과(Symptom)



자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] HL036 임상 3상 시험 티임라인



자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 한울바이오파마의 신약 파이프라인

구 분	과제명	적용증	Approval	파트너
면역질환	HL036	안구건조증	임상 3상	대웅제약, HBM
	HL161	자가면역질환	임상 2상	로이반트, HBM
	HL189	비감염성 포도막염	전임상	
	HL190	황반변성	후보물질탐색	
항암제	IM156	대사조절 항암제	임상 1상	이뮨노메
	HL186	면역항암제(콤비)	후보물질탐색	대웅제약
	HL187	면역항암제(콤비)	후보물질탐색	대웅제약

자료: 한울바이오파마, 유안타증권 리서치센터

한올바이오파마 (009420) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	842	918	1,076	1,190	1,103
매출원가	416	428	435	453	497
매출총이익	427	490	642	737	607
판관비	392	435	472	482	497
영업이익	35	55	169	255	110
EBITDA	56	75	199	289	148
영업외손익	-9	-15	23	77	94
외환관련손익	-2	8	0	-1	-1
이자손익	9	19	50	74	91
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-16	-42	-27	4	4
법인세비용차감전순손익	26	40	193	332	205
법인세비용	-32	7	35	73	45
계속사업순손익	58	33	158	259	160
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	58	33	158	259	160
지배지분순이익	58	33	158	259	160
포괄순이익	63	52	158	259	160
지배지분포괄이익	63	52	158	259	160

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산		1,382	1,283	1,270	1,518
현금및현금성자산		381	212	862	1,002
매출채권 및 기타채권		190	173	188	244
재고자산		165	155	167	218
비유동자산		304	340	262	276
유형자산		134	138	155	173
관계기업등 지분관련자산		1	1	1	1
기타투자자산		18	61	6	6
자산총계		1,686	1,622	1,533	1,794
유동부채		528	218	188	190
매입채무 및 기타채무		161	121	87	89
단기차입금		0	0	0	0
유동성장기부채		0	0	0	0
비유동부채		47	236	42	42
장기차입금		0	0	0	0
사채		0	0	0	0
부채총계		575	454	230	232
지배지분		1,111	1,169	1,303	1,562
자본금		261	261	261	261
자본잉여금		1,124	1,124	1,124	1,124
이익잉여금		-245	-214	-56	204
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		1,111	1,169	1,303	1,562
순차입금		-956	-212	-856	-996
총차입금		0	0	6	6

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	421	-30	127	184	277
당기순이익	58	33	158	259	160
감가상각비	15	14	25	30	34
외환손익	2	1	-1	1	1
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	328	-172	-152	-213	-24
기타현금흐름	19	94	96	107	107
투자활동 현금흐름	-131	-138	-97	-48	-48
투자자산	0	-221	-56	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-19	-41	-48	-48
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-117	102	0	0	0
재무활동 현금흐름	6	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	6	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-2	-1	620	4	4
현금의 증감	293	-169	650	140	234
기초 현금	88	381	212	862	1,002
기말 현금	381	212	862	1,002	1,236
NOPLAT	78	55	169	255	110
FCF	410	-125	-24	-29	52

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

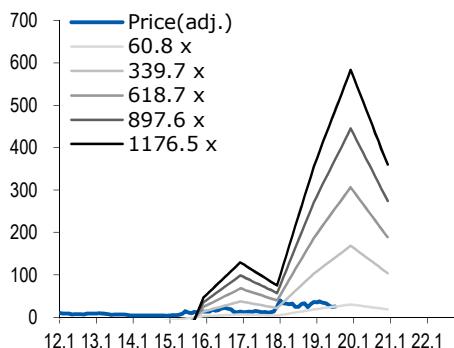
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	110	64	302	496	306
BPS	2,171	2,284	2,546	3,052	3,364
EBITDAPS	108	143	381	553	283
SPS	1,612	1,758	2,061	2,277	2,112
DPS	0	0	0	0	0
PER	118.8	475.7	83.5	50.9	82.6
PBR	6.0	13.3	9.9	8.3	7.5
EV/EBITDA	104.2	208.6	63.7	43.5	83.3
PSR	8.1	17.3	12.3	11.1	12.0
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	1.6	9.0	17.2	10.5	-7.3
영업이익 증가율 (%)	998.8	58.2	207.8	50.5	-56.7
지배순이익 증가율 (%)	179.7	-42.1	373.9	64.1	-38.3
매출총이익률 (%)	50.7	53.4	59.6	61.9	55.0
영업이익률 (%)	4.1	6.0	15.7	21.4	10.0
지배순이익률 (%)	6.8	3.6	14.7	21.8	14.5
EBITDA 마진 (%)	6.7	8.2	18.5	24.3	13.4
ROIC	23.7	18.5	35.3	40.9	16.9
ROA	3.9	2.0	10.0	15.6	8.4
ROE	5.3	2.9	12.8	18.1	9.7
부채비율 (%)	51.7	38.8	17.6	14.9	16.5
순차입금/자기자본 (%)	-86.0	-18.2	-65.7	-63.8	-71.4
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	962.8	1,281.1	554.4

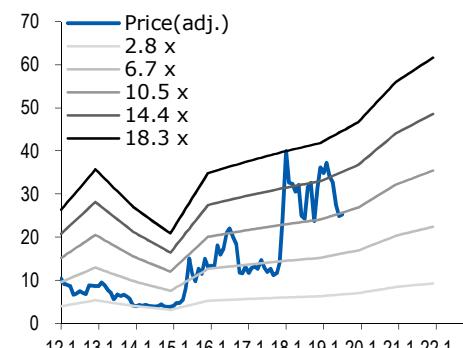
P/E band chart

(천원)



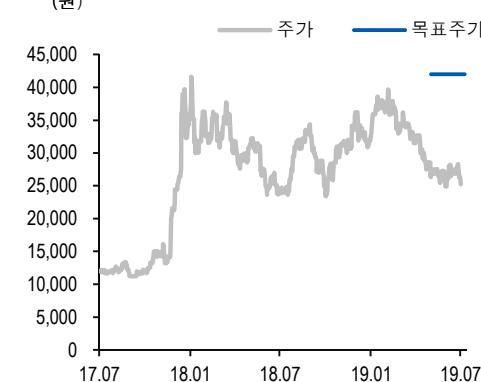
P/B band chart

(천원)



한올바이오파마 (009420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-31	BUY	42,000	1년		
2019-05-30	BUY	42,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분

투자의견 비율(%)

Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.