

2019. 10. 28



▲ 제약/바이오

Analyst **오세중**
02. 6454-4878
sejung.oh@meritz.co.kr

RA **이창석**
02. 6454-4889
changseok.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 38,000 원

현재주가 (10.28) 32,250 원

상승여력 17.8%

KOSPI	2,093.60pt
시가총액	16,848억원
발행주식수	5,224만주
유동주식비율	67.86%
외국인비중	8.19%
52주 최고/최저가	39,650원/22,300원
평균거래대금	108.8억원

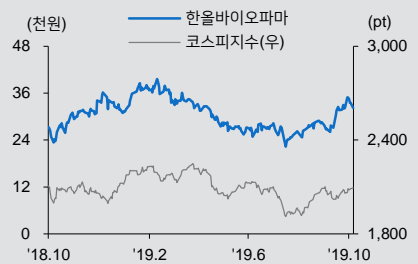
주요주주(%)

대웅제약 외 1인	30.11
국민연금공단	8.16
김성욱 외 3인	5.79

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.8	2.2	29.5
상대주가	18.3	6.4	25.4

주가그래프



한올바이오파마 009420

3Q19 Review: 지속적인 기술료 수입

- ✓ 3Q19 매출액 의약품 사업부 성장과 기술료 수입으로 인하여 기대치 상회
- ✓ HL161과 HL036 임상 진전으로 '20년까지 마일스톤 지속적으로 수입 예정
- ✓ 경찰조사 우려가 있으나 기업가치는 결국 파이프라인 가치로 평가
- ✓ 투자의견 Buy 유지 및 적정주가 38,000원 상향조정

3Q19 실적 업데이트

3Q19 매출액 279억원(+16.7 YoY), 영업이익 45억원(+112.6% YoY)을 기록하였다. 사상 최대 실적을 기록한 2Q19 다음분기에도 불구하고 의약품 판매 성장세 유지하며 호실적 기록하였다. HL161 중국 연결(Bridge) 임상 1상 종료로 기술료 약 12억원이 수입되며 기대치를 상회하는 실적을 기록하였다.

경찰 조사는 의약품 장기보관 검체의 안정성(Stability)에 관한 조사로 해당되는 의약품은 전체 매출액의 약 5% 조금 넘는 수준으로 파악된다. 우려가 재기된 '19년 12월 GMP 재-인증 계획은 변동 없이 진행 될 예정이다. 조사대상 품목은 유효기간에 대해 허가사항을 변경하여 매출 공백을 최소화할 예정으로 영향을 미비할 것으로 판단한다. 동사의 기업가치는 의약품 사업부 보다 순조롭게 진행되고 있는 HL161과 HL036의 가치로 평가되기 때문에 기업가치의 변동은 없다.

R&D파이프라인 업데이트

임상 2상이 이미 진행중인 HL161의 중증근무력증과 그레이브스 안병증 임상은 각각 1Q20와 2Q20 결과 분석이 예상된다. 중국 파트너사는 연결(Bridge) 임상을 마치고 4가지 자가면역질환 적응증에 대해 임상 2상 진행 계획을 밝혔다. HL036과 HL161 임상 진전으로 인해 '20년까지 기술료 수입이 지속될 전망이다.

HL036은 '19년 9월 마지막 환자 등록 완료되어 8주 투여 종료 후 임상 데이터 락(Lock) 이후에 '19년 12월 타라인 결과가 예상된다. 최근 종료된 중국 임상 2상에서도 기존의 임상 2상과 동일한 경향을 보인 점이 고무적이다. 기대치 높은 파이프라인 임상 단계 진전으로 인한 성공확률 조정으로 투자의견 Buy 유지 및 적정주가를 38,000원으로 상향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	84.2	3.5	5.8	111	186.0	2,129	219.2	11.5	206.9	5.4	51.7
2018	91.8	5.5	3.3	63	-43.2	2,238	572.8	16.2	241.5	2.9	38.8
2019E	109.9	18.2	14.3	274	333.6	2,512	117.7	12.8	75.2	11.5	42.9
2020E	115.0	20.5	15.1	288	-1.1	2,800	112.0	11.5	66.0	10.8	40.5
2021E	113.5	13.2	8.6	164	-39.4	2,964	196.4	10.9	90.4	5.7	37.7

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	28.0	24.0	16.7%	29.8	-6.2%	26.6	5.2	25.5	9.7
영업이익	4.5	2.1	115.6%	7.0	-35.1%	2.7	67.7	2.7	67.7
세전이익	5.5	2.5	117.0%	5.4	2.6%	4.2	30.7	2.1	161.4
순이익 (지배)	5.5	2.5	116.7%	3.3	63.5%	3.2	70.6	1.4	290.0
영업이익률(%)	16.2	7.5		24.9		10.2		10.6	
순이익률(%)	19.5	9.0		11.9		12.0		5.5	

자료: 한올바이오파마, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2019E	2020E	2021E
매출액	22.1	22.5	24.0	23.2	24.5	29.8	28.0	27.6	109.5	115.0	113.5
YoY (%)	15.6	9.4	-2.4	16.5	10.9	32.3	16.7	18.8	19.2	4.6	-1.3
의약품 판매	19.5	19.2	21.1	20.8	21.1	21.8	23.0	22.9	87.6	92.2	95.5
YoY (%)	9.8	7.2	6.5	21.2	8.0	13.2	9.1	10.1	8.6	3.9	3.5
기술료 수익	1.7	1.7	1.7	1.0	2.6	5.8	3.4	3.3	16.2	16.8	12.0
YoY (%)	758.1	758.1	-39.5	-22.2	55.8	243.0	102.6	222.0	164.2	10.4	-28.6
기타	0.9	1.6	1.2	1.4	0.8	2.2	1.5	1.4	5.7	6.0	6.0
YoY (%)	-23.1	-34.6	-39.3	-4.0	-11.1	37.5	29.1	-0.6	12.1	1.1	0.8
매출총이익	12.1	12.1	12.4	12.5	14.1	18.9	16.6	16.3	65.5	70.1	65.5
매출총이익률	54.7	53.5	51.6	53.8	57.6	63.3	59.3	58.9	59.9	61.0	57.7
판관비	11.8	10.5	10.2	11.0	11.6	11.9	12.1	12.1	46.7	49.6	52.3
판관비율	53.5	46.5	42.7	47.5	47.1	39.8	43.1	43.9	42.7	43.2	46.1
경상연구개발비	3.9	3.1	2.0	1.6	2.8	3.1	2.9	3.1	12.0	12.8	13.4
영업이익	0.3	1.7	2.1	1.4	2.6	7.0	4.5	4.1	18.8	20.5	13.2
영업이익률	1.4	7.5	8.8	6.1	10.6	23.4	16.2	15.0	17.2	17.8	11.7
YoY (%)	흑전	600.0	2.9	-31.6	735.5	315.5	112.6	183.1	240.7	12.4	-35.4
순이익 (지배)	0.7	2.8	2.5	-2.7	3.3	4.2	5.5	1.3	11.9	14.2	8.6
순이익률	3.3	12.4	10.5	-11.7	13.6	14.1	19.7	4.9	10.9	12.4	7.6
YoY (%)	흑전	481.3	-6.0	적전	351.4	55.2	115.7	흑전	257.3	-0.9	-39.4

자료: 한올바이오파마, 메리츠증권 리서치센터

표3 한올바이오파마 SOTP Valuation

(십억원)	비고
영업가치	186 기술수출료 제외 순이익 증권제약사 PER 평균 15배수 적용
신약가치	
HL161	814
HL036	840 기존 가치 대비 성공확률 조정 54.8%으로 상향 조정
순차입금	-120
기업가치	1,959
주식수 (천주)	52,241
적정가치 (원)	37,501
적정주가 (원)	38,000

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

HL036 안구건조증 치료제
임상 3-1상 탑라인 결과
'19년 12월 예상

HL036의 임상 3-1상(VELOS-2)의 마지막 환자가 지난 '19년 9월 등록 완료 되었다. VELOS-2 연구는 투여기간이 8주로 짧기 때문에 '19년 11월말 연구 종료로 예상되며 이후 Database Lock을 거쳐 '19년 12월 탑라인 결과가 예상된다.

HL036 임상 3-1상에서
2가지 1차 유효성 지표를 충족한
다면 성공 가능성 ↑

안구건조증은 임상지표와 증상 2가지를 1차 유효성 지표로 평가하게 된다. 첫번째 임상 3상에서 2가지 지표 모두 충족한다면 임상 3-2상도 같은 경향을 나타낼 가능성이 매우 높기 때문에 성공확률 상향조정으로 인하여 추가 가치 상승이 가능하다. 임상 3-1상에서 목표 환자 모집수인 630명을 6개월만에 종료한 점도 효능에 대한 기대감을 높여주는 부분이다.

HL036 중국 임상 2상에서도
1차 유효성 평가지표 유의성 확인

최근 중국 파트너사 하버바이오메드(Harbour Biomed)가 진행한 안구건조증에 대한 임상 2상 결과가 공개되었다. 동사와 대응제약이 진행한 임상 2상(VELOS-1)과 같이 1차 유효성 평가지표였던 임상평가에서 위약 대비 유의성을 확인하여 약효에 대한 우려를 덜게 되었다. '20년 상반기 내 중국 임상 3상 진입이 예정되어 있으며 추가 마일스톤 유입이 예상된다.

파트너사인 이뮤노반트
SPAC 인수합병을 통한 자금으로
HL161 임상개발 가속화 예정

파트너사인 이뮤노반트(Immunovant)가 SPAC 인수 합병으로 1억 달러 이상의 자금을 확보하며 HL161에 대한 확신을 반영해주었다. 현재 3가지 적응증으로 임상 2상 계획을 밝혔으나 최대 6가지 적응증으로 넓힐 예정이다.

'20년은 기술료 유입으로
영업이익 큰 폭 증가 전망

자가면역질환의 특성상 그 이상으로 적응증 확장이 가능하기에 각각 1Q20와 2Q20에 공개 예정인 그레이브스 안병증(GO; Grave's Ophthalmology)와 중증근 무력증(MG; Myasthenia Gravis)에서의 임상 2상 데이터를 통하여 가치를 증명할 예정이다. 임상 2상 종료 후 임상 3상 진행과 함께 추가 마일스톤 유입으로 '20년은 기술료 유입으로 영업이익에서 큰 폭으로 증가할 전망이다.

표4 한울바이오파마 주요 파이프라인 진행상황

파이프라인	적응증	후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	출시
HL161 (Bactolimab)	자가면역				임상 2상 진행중 중국 임상 2상 4Q19 시작		
HL036 (Tanafercept)	안구건조증					3-1상 4Q19 종료 중국 임상 3상 1H20 예정	
HL189 (Tanafercept)	비감염성 포도막염			1H20 예정			
HL190 (Tanafercept)	황반변성			1H20 예정			
IM156	대사항암제						
HL186	면역항암제						
HI187	면역항암제						

자료: 한울바이오파마, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 HL161 파트너사 별 개발단계 현황

파이프라인	개발사	성분명	제형	적응증	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가	출시
IMVT-1401 (HL-161)	Roivant/ 한울바이오파마	Batoclimab	SC	MG 중증근무력증			진행중			
				GO 그레이브스 안병증			진행중			
				WAIHA 온난성 용혈성 빈혈			2H19 예정			
HBM9161 (HL-161)	Harbour Biomed/ 한울바이오파마	Batoclimab	SC	MG 중증근무력증			예정			
				GO 그레이브스 안병증			예정			
				ITP 특발성 저혈소판 자색반병			예정			
				NMO 신경성 척수염			예정			

한올바이오파마 (009420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	84.2	91.8	109.9	115.0	113.5
매출액증가율 (%)	1.6	9.0	19.7	4.6	-1.3
매출원가	41.6	42.8	44.1	44.9	48.0
매출총이익	42.7	49.0	65.8	70.1	65.5
판매관리비	39.1	43.6	47.6	49.6	52.3
영업이익	3.5	5.5	18.2	20.5	13.2
영업이익률	4.2	6.0	16.6	17.8	11.7
금융손익	0.3	2.8	2.1	1.7	2.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	-4.2	-4.4	-3.3	-4.0
세전계속사업이익	2.6	4.0	15.9	18.9	11.4
법인세비용	-3.2	0.7	1.6	4.7	2.9
당기순이익	5.8	3.3	14.3	14.2	8.6
지배주주지분 순이익	5.8	3.3	14.3	15.1	8.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	42.1	-3.0	24.6	18.2	12.7
당기순이익(손실)	5.8	3.3	14.3	14.2	8.6
유형자산상각비	1.5	1.4	2.1	2.4	2.7
무형자산상각비	0.6	0.6	0.7	1.0	1.6
운전자본의 증감	32.8	-17.2	7.5	0.6	-0.2
투자활동 현금흐름	-10.1	-16.1	-17.6	-16.5	-19.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1.7	-1.9	-4.0	-7.0	-8.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-4.4	-0.1	-0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	32.4	-19.2	7.0	1.7	-6.3
기초현금	9.5	41.9	22.7	29.7	31.4
기말현금	41.9	22.7	29.7	31.4	25.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	138.4	128.4	146.3	153.4	145.5
현금및현금성자산	41.9	22.7	29.7	31.4	25.2
매출채권	18.1	15.7	20.3	21.3	21.0
재고자산	16.5	15.5	16.3	17.0	16.8
비유동자산	30.3	33.9	41.2	50.9	66.6
유형자산	13.4	13.8	15.6	20.2	25.6
무형자산	10.2	5.5	10.9	15.9	26.2
투자자산	1.8	6.1	6.3	6.3	6.3
자산총계	168.7	162.3	187.5	204.2	212.1
유동부채	52.8	21.8	28.0	29.3	28.9
매입채무	5.2	2.8	5.3	5.6	5.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.7	23.6	28.2	29.5	29.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	57.5	45.4	56.2	58.8	58.1
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	112.4	112.4	112.4	112.4	112.4
기타포괄이익누계액	0.5	2.6	2.6	2.6	2.6
이익잉여금	-24.5	-21.3	-7.0	8.0	16.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	-0.9	-0.9
자본총계	111.2	116.9	131.2	145.4	154.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	1,612	1,758	2,104	2,201	2,172
EPS(지배주주)	111	63	274	288	164
CFPS	157	258	320	384	259
EBITDAPS	109	143	403	457	335
BPS	2,129	2,238	2,512	2,800	2,964
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	219.2	572.8	117.7	112.0	196.4
PCR	155.6	140.5	100.7	84.0	124.6
PSR	15.1	20.6	15.3	14.7	14.8
PBR	11.5	16.2	12.8	11.5	10.9
EBITDA	5.7	7.5	21.0	23.9	17.5
EV/EBITDA	206.9	241.5	75.2	66.0	90.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	2.9	11.5	10.8	5.7
EBITDA 이익률	6.8	8.1	19.1	20.8	15.4
부채비율	51.7	38.8	42.9	40.5	37.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	4.2	5.4	6.1	5.5	5.4
재고자산회전율(x)	4.9	5.7	6.9	6.9	6.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한올바이오파마 (009420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

