

2020. 11. 9



▲ 제약/바이오

Analyst 김지하  
02. 6454-4868  
jiha.kim@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 50,000 원

현재주가 (11.6) 33,800 원

상승여력 47.9%

KOSPI	2,416.50pt
시가총액	17,657억원
발행주식수	5,224만주
유동주식비율	65.63%
외국인비중	6.72%
52주 최고/최저가	41,350원/14,900원
평균거래대금	306.2억원

주요주주(%)

대용제약 외 4 인	32.33
국민연금공단	11.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	40.0	5.0
상대주가	-3.0	11.7	-6.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	91.8	5.5	3.3	63	-43.2	2,238	572.8	16.2	241.5	2.9	38.8
2019	108.5	17.1	19.2	367	481.0	2,688	98.9	13.5	91.0	14.9	36.3
2020E	91.7	9.2	24.3	465	26.8	3,279	72.6	10.3	135.1	15.6	28.4
2021E	116.6	26.2	28.5	545	17.2	3,824	62.0	8.8	54.8	15.3	33.5
2022E	107.2	13.4	17.3	331	-39.4	4,155	102.2	8.1	93.2	8.3	26.4

# 한올바이오파마 009420

## 친구따라 블록버스터 등극합니다

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 50,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 1) 알제넥스, 연말 MG 적응증으로 BLA 제출 예정. 최초의 상업화 물질 탄생 가능
- ✓ 2) Tepezza의 가파른 성장세, 유일하게 TED 치료제로 개발 중인 HL161 가치 ↑
- ✓ 3) SC injection 용법을 앞세워 Best-in-Class 품목이 될 가능성 충분
- ✓ 4) 자가면역질환 적응증 올해 3개 추가 예정, 적응증 확대를 통한 성장 기대

### 투자포인트 1) 올해 연말 Anti-FcRn 물질 중 최초로 FDA 승인 기대

경쟁업체인 알제넥스가 올해 연말 Anti-FcRn 물질 ARGX-113을 MG(중증근무력증) 적응증으로 미국 FDA에 BLA를 제출할 계획이다. FDA 승인시, Anti-FcRn Class 최초로 상업화에 성공하게 되어 같은 Class의 후보물질들이 전반적으로 가치가 상승할 것으로 기대된다.

### 투자포인트 2) 첫 TED 치료제 Tepezza의 성공으로 HL161 가치 부각

HL161은 Anti-FcRn 물질 중 유일하게 TED(갑상선 안병증) 적응증으로 개발 중이다. 올해 1월 출시된 호라이즌 테라퓨틱스의 Tepezza는 출시 3분기 만에 4.8억달러의 누적 매출액을 기록하며 가파른 성장세를 보이고 있다. HL161은 이미 임상 2a상을 통해 PoC에 성공하였고, SC 제형으로 투여 편의성도 좋아 향후 TED 치료제 시장의 Best-in-Class 품목으로 등극할 것으로 기대된다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 50,000원으로 커버리지 개시

한올바이오파마에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 50,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 제약사업(상위 5개 제약사 평균 EV/EBITDA의 30% 할인한 15.9배 적용)과 파이프라인들의 가치(HL161, HL036에 대해 DCF Valuation 적용)를 합산한 SOTP 방식으로 산출하였다. 연말부터 경쟁 약물의 상업화 성공과 동사 파이프라인의 임상 진전에 따른 기업 가치 상승이 기대된다.

# Contents

---

Summary	3
1. Valuation 및 실적 전망	4
2. HL161 - 자가면역질환 치료제	6
HL161: Anti-FcRn Class 의 잠재력에 주목하라	6
1) MG(중증근무력증)	11
2) TED(갑상선 안병증)	14
3) WAIHA(온난항체용혈성빈혈)	18
HL161 Valuation	19
3. HL036 - 안구건조증 치료제	21
HL036: 결과는 끝까지 가봐야 아는 법	21
HL036 Valuation	24

## Summary

한올바이오파마에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 50,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 연간 800억원 규모의 매출을 달성하는 제약사업을 기반으로 신약 개발 사업을 영위하는 회사이다. 주요 파이프라인은 Anti-FcRn Class의 자가면역질환 치료제 HL161과 안구건조증 치료제 HL036이 있다.

동사는 '17년 9월 중국 하버바이오테드와 HL161, HL036의 중국 판권에 대한 8,100만달러 규모의 기술이전 계약을 체결하였다. 이어 '17년 12월에는 스위스 로이반트 사이언스와 HL161의 북미, 유럽 등의 판권에 대한 5억 250만달러 규모의 기술이전 계약을 체결하였다.

HL161은 미국 이뮤노반트(로이반트 사이언스의 자회사)에서 글로벌 임상을 진행 중이며, MG(중증근무력증) 환자 대상으로 한 임상 2상에서 긍정적인 결과를 발표하였다. 현재 TED(갑상선 안병증)과 WAIHA(온난항체용혈성빈혈)로 임상 2상을 진행 중이며, 내년 상반기 MG 임상 3상을 개시할 계획이다. 하버바이오테드에서도 MG(중증근무력증)과 NMO(시신경 척수염) 환자 대상으로 중국 임상 2상을 진행 중에 있다.

투자포인트 ① : Anti-FcRn 선두 후보물질인 ARGX-113의 개발사 알제넥스가 올해 연말 MG(중증근무력증) 적응증으로 미국 FDA에 BLA를 제출할 계획이다. FDA 승인을 받게 된다면 Anti-FcRn Class 최초로 상업화에 성공한 케이스가 탄생하며, Anti-FcRn Class 상업화에 대한 우려는 사라지고 파이프라인들의 가치는 재평가될 것이다.

투자포인트 ② : TED 치료제로 개발 중인 HL161에 대한 기대감이 나날이 올라가고 있다. 호라이즌 테라퓨틱스의 TED 치료제 Tepezza는 출시 3분기 만에 4.8억달러의 누적 매출액을 기록하였다. 마땅한 치료제가 없던 TED 시장에서의 Unmet needs가 매우 컸기 때문이다. HL161이 Anti-FcRn 물질 중 TED 치료제로 유일하게 개발 중이고, 임상 2a상을 통한 개념 입증(PoC)을 한 SC 제형의 물질이다. 향후 Tepezza와 유사한 유효성을 입증할 경우 투여 편의성을 앞세운 Best-in-class 품목으로 등극할 것으로 기대된다.

투자포인트 ③ : 올해 이뮤노반트는 3가지 자가면역질환 적응증을 추가하여 HL161로만 총 6개의 적응증으로 개발할 예정이다. Anti-FcRn Class 후보물질들이 여러 개 존재하나 이처럼 적응증 확장 여력 덕분에 최소한의 M/S만 가져오더라도 성장 여력이 충분하다는 판단이다.

투자포인트 ④ : 중국 파트너사 하버바이오테드에서 HL036 중국 임상 3상을 본격 개시하였다. 내년 상반기에 나올 중간 결과가 긍정적인 경우 지난번 미국 임상 3상에서 1차평가지표를 충족하지 못해 생긴 우려가 기대감으로 바뀔 수 있다.

## 한올바이오파마 (009420)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>91.8</b>	<b>108.5</b>	<b>91.7</b>	<b>116.6</b>	<b>107.2</b>
매출액증가율 (%)	9.0	18.1	-15.4	27.1	-8.1
매출원가	42.8	45.7	39.3	45.3	48.6
매출총이익	49.0	62.8	52.4	71.2	58.5
판매관리비	43.6	45.7	43.3	45.1	45.1
<b>영업이익</b>	<b>5.5</b>	<b>17.1</b>	<b>9.2</b>	<b>26.2</b>	<b>13.4</b>
영업이익률	6.0	15.8	10.0	22.4	12.5
금융손익	2.8	2.4	13.8	4.8	5.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.2	-2.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.0	17.5	23.0	30.9	18.8
법인세비용	0.7	-1.7	-1.4	2.4	1.5
<b>당기순이익</b>	<b>3.3</b>	<b>19.2</b>	<b>24.3</b>	<b>28.5</b>	<b>17.3</b>
지배주주지분 손이익	3.3	19.2	24.3	28.5	17.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-3.0</b>	<b>20.5</b>	<b>24.2</b>	<b>36.2</b>	<b>19.0</b>
당기순이익(손실)	3.3	19.2	24.3	28.5	17.3
유형자산상각비	1.4	2.2	2.5	2.7	2.8
무형자산상각비	0.6	0.5	0.6	0.8	1.2
운전자본의 증감	-17.2	-4.1	-0.1	4.2	-2.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-16.1</b>	<b>-36.6</b>	<b>-12.7</b>	<b>-21.5</b>	<b>-11.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1.9	-2.1	-3.1	-3.3	-3.4
투자자산의감소(증가)	-4.4	-11.8	-10.8	-0.2	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>
차입금의 증감	0.0	0.6	0.1	0.1	-0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.2	-16.6	11.3	14.8	7.8
기초현금	41.9	22.7	6.1	17.4	32.1
기말현금	22.7	6.1	17.4	32.1	40.0

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>128.4</b>	<b>134.3</b>	<b>154.4</b>	<b>193.2</b>	<b>193.5</b>
현금및현금성자산	22.7	6.1	17.4	32.1	40.0
매출채권	15.7	15.7	15.0	20.7	17.6
재고자산	15.5	13.7	13.1	18.0	15.4
비유동자산	33.9	57.1	65.6	73.6	80.8
유형자산	13.8	14.4	15.0	15.6	16.2
무형자산	5.5	10.7	13.7	20.9	27.5
투자자산	6.1	17.9	28.8	29.0	28.9
<b>자산총계</b>	<b>162.3</b>	<b>191.4</b>	<b>220.0</b>	<b>266.8</b>	<b>274.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>21.8</b>	<b>27.4</b>	<b>26.1</b>	<b>36.0</b>	<b>30.7</b>
매입채무	2.8	4.3	4.1	5.7	4.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	23.6	23.6	22.6	31.1	26.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>45.4</b>	<b>51.0</b>	<b>48.7</b>	<b>67.0</b>	<b>57.2</b>
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	112.4	112.4	112.4	112.4	112.4
기타포괄이익누계액	2.6	7.3	13.6	13.6	13.6
이익잉여금	-21.3	-3.1	21.2	49.7	67.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>116.9</b>	<b>140.4</b>	<b>171.3</b>	<b>199.8</b>	<b>217.1</b>

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	1,758	2,076	1,756	2,231	2,051
EPS(지배주주)	63	367	465	545	331
CFPS	258	469	413	576	340
EBITDAPS	143	379	234	568	332
BPS	2,238	2,688	3,279	3,824	4,155
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	572.8	98.9	72.6	62.0	102.2
PCR	140.5	77.5	81.9	58.7	99.4
PSR	20.6	17.5	19.2	15.2	16.5
PBR	16.2	13.5	10.3	8.8	8.1
EBITDA	7.5	19.8	12.2	29.7	17.4
EV/EBITDA	241.5	91.0	135.1	54.8	93.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.9	14.9	15.6	15.3	8.3
EBITDA 이익률	8.1	18.3	13.3	25.5	16.2
부채비율	38.8	36.3	28.4	33.5	26.4
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		1,242.7	622.4	1,483.3	774.2
매출채권회전율(x)	5.4	6.9	6.0	6.5	5.6
재고자산회전율(x)	5.7	7.4	6.8	7.5	6.4

**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 하시기 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한올바이오파마 (009420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

