

2021. 1. 20



▲ 제약/바이오

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

Buy

적정주가 (12개월) 50,000 원

현재주가 (1.19) 33,450 원

상승여력 49.5%

KOSPI 3,092.66pt

시가총액 17,474억원

발행주식수 5,224만주

유동주식비율 65.64%

외국인비중 7.28%

52주 최고/최저가 41,350원/14,900원

평균거래대금 224.9억원

주요주주(%)

대웅제약 외 4 인 32.33

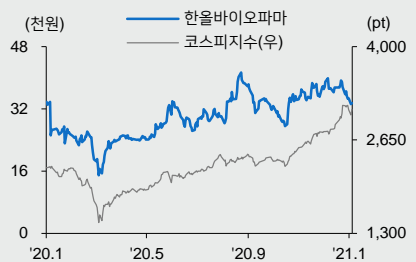
국민연금공단 13.50

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -14.2 13.8 1.1

상대주가 -23.1 -19.0 -26.5

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	88.4	6.3	21.9	419	14.1	3,379	89.6	11.1	201.0	13.8	23.9
2021E	106.5	15.0	15.4	295	-29.6	3,673	113.6	9.1	91.0	8.4	27.3
2022E	128.8	35.1	34.2	654	122.1	4,328	51.1	7.7	42.0	16.4	29.0

한올바이오파마 009420

달라진 HL161 의 가치에 주목하자

- ✓ 4Q20P Review: 매출액 215억원(-18%), 영업이익 8억원(-74%)로 부진
- ✓ 2021E Preview: 매출액 1,065억원(+21%), 영업이익 150억원(+138%)으로 크게 성장
- ✓ HL161 MG 3상 진입에 따른 마일스톤 유입과 제약 부문 실적 회복 기대
- ✓ TED 시장 경쟁 약물 Tepezza의 가파른 성장세와 미국 2상 결과 발표 기대감 유효
- ✓ 작년과 달라진 HL161 가치 고려시 매우 저평가 → 매수 접근 추천

4Q20 Review: COVID-19 여파 지속

2020년 4분기 매출액은 215억원(-17.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 8억원(-73.6%)을 기록하며 컨센서스(영업이익 24억원)와 당사 예상치(영업이익 37억원)를 하회하였다. COVID-19 영향으로 수액 및 주사제 처방 실적 부진이 이어진 탓에 제약 부문 매출액이 전년 동기 대비 22.7% 감소했다. 중국 HL036의 3상 첫 환자 투여가 지연되어 마일스톤(약 100만달러) 인식 역시 1분기 미뤄졌다.

2021E Preview: HL161 3상 마일스톤 유입 및 제약 부문 회복 기대

2021년에는 HL161 MG(중증근무력증) 3상 진입에 따른 마일스톤 유입과 제약 부문 수익 회복으로 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. 2021년 연간 매출액은 1,065억원(+20.5%), 영업이익은 150억원(+138.1%)으로 영업이익률 14.0%를 기록할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 50,000원을 유지한다. HL161의 WAIHA 임상 2a상 및 TED 임상 2b상의 결과 발표가 각각 2분기와 3분기로 지연되었으나 기대감은 유효하다. TED 시장 경쟁 약물 Tepezza의 가파른 성장세를 고려할 때 작년과는 달라진 HL161의 가치에 주목해야 한다. 2020년 연초(36,450원)보다 낮은 현재 주가 수준은 매우 저평가되어 있다는 판단이며 매수 접근을 추천한다.

4Q20 Review: COVID-19 여파 지속

4Q20 매출액 215억원(-18%),
영업이익 8억원(-74%)으로 부진
계약 부문 매출액 감소 지속과
HL036 중국 3상 지연 영향

2020년 4분기 매출액은 215억원(-17.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 8억원(-73.6%)을 기록했다. COVID-19 영향으로 수액 및 주사제 처방 실적 부진이 이어진 탓에 제약 부문 매출액이 전년 동기 대비 22.7% 감소했다. 중국 파트너사 하버바이오펜에서 안구건조증 치료제 HL036의 첫 환자 투여가 지연됨에 따라 마일스톤(100만달러) 인식도 1분기 정도 미뤄졌다. 당기순이익은 미국 이뮤노반트의 Earn-out 제도 조건 달성으로 취득한 주식 15만주의 영업외수익 반영에 따라 크게 증가하였다.

2021E 매출액 1,065억원(+21%)
영업이익 150억원(+138%) 전망
HL161 MG 3상 마일스톤 유입과
계약 부문 실적 턴어라운드 기대

2021년에는 HL161 MG(중증근무력증) 3상 진입에 따른 마일스톤 유입과 계약 부문 수익 회복으로 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. 2021년 연간 매출액은 1,065억원(+20.5%), 영업이익은 150억원(+138.1%)으로 영업이익률은 14.0%를 기록할 전망이다.

표1 한올바이오파마 1Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	21.5	26.1	-17.6	22.1	-2.6	23.6	-8.7	24.9	-13.6
영업이익	0.8	3.0	-73.6	1.0	-23.2	2.4	-67.0	3.7	-78.3
세전이익	8.4	3.3	153.2	1.6	415.5	-	-	11.6	-28.1
순이익	8.4	6.2	34.7	3.7	125.8	8.2	2.3	10.8	-22.5
영업이익률(%)	3.7	11.5		4.7		10.2		14.7	
순이익률(%)	38.9	23.8		16.8		34.7		43.4	

자료: 한올바이오파마, 메리츠증권 리서치센터

표2 한올바이오파마 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	22.1	22.6	22.1	21.5	24.0	29.8	25.9	26.8	88.3	106.5	128.8
(% YoY)	-9.8	-24.2	-21.0	-17.6	8.8	31.7	16.9	24.7	-18.5	20.5	20.9
계약	18.1	17.4	18.5	18.4	19.0	20.0	21.8	22.9	72.4	83.6	88.9
제품	10.7	8.9	8.5	8.9	9.3	10.2	11.4	12.5	36.9	43.4	47.5
상품	7.5	8.5	10.1	9.5	9.7	9.7	10.4	10.5	35.5	40.3	41.5
기술료 수익	2.1	3.3	2.1	1.7	3.1	7.8	2.5	2.5	9.1	15.9	32.8
기타(수탁, 수출)	1.9	2.0	1.5	1.4	2.0	2.0	1.6	1.4	6.8	7.0	7.1
영업이익	2.8	1.6	1.0	0.8	2.0	6.9	2.5	3.6	6.3	15.0	35.1
(% YoY)	11.4	-76.9	-77.2	-73.6	-29.5	326.1	138.6	355.6	-63.4	138.1	134.6
영업이익률	12.9	7.2	4.7	3.7	8.3	23.1	9.5	13.5	7.1	14.0	27.3
당기순이익	3.9	5.9	3.7	8.4	2.2	6.7	2.7	3.7	21.9	15.4	34.2
(% YoY)	17.5	40.7	-31.9	34.7	-42.0	14.4	-28.4	-55.5	14.1	-29.6	122.1
순이익률	17.5	26.1	16.8	38.9	9.4	22.7	10.3	13.9	24.8	14.4	26.5

자료: 한올바이오파마, 메리츠증권 리서치센터

Valuation

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 50,000원을 유지한다. 다만, 1) HL161의 WAIHA 임상 2a상 및 TED 임상 2b상의 결과 발표 시점이 각각 2분기와 3분기로 지연된 점과 2) TED 시장 경쟁 약물 Tepezza의 성장세를 반영(치료받는 치료 환자 비중 기존 60% → 70%)하여 파이프라인 가치를 조정하였다.

(십억원, 배, 원, %)	금액	비고
제약사업 가치(A)	178.2	
'21E EBITDA	11.2	기술료 수익 제외
Target EV/EBITDA	15.9	상위 5개 제약사 EV/EBITDA 평균 30% 할인
파이프라인 가치(B)	2,371.2	
HL161	2,015.4	
HL036	355.8	
순현금(C)	31.1	
기업가치(A+B+C)	2,580.4	
발행주식수(천주)	52,240.6	
주당가치(원)	49,393.7	
적정주가	50,000	
현재주가	33,450	
상승여력	49.5	

주1: 제약사업 가치(A) 추정 시 Target EV/EBITDA는 상위 5개 제약사(한미약품, 유한양행, 종근당, 녹십자, 동아에스티) EV/EBITDA 평균에 30% 할인한 15.9배 적용

주2: 파이프라인 가치(B) 산출 시 WACC = 7.2%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 8.3%, 베타 1.1), 영구성장률 HL161 1.0%, HL036 -2.0% 적용

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 원, %)	금액	비고
제약사업 가치(A)	194.2	
'20E EBITDA	12.2	
Target EV/EBITDA	15.9	상위 5개 제약사 EV/EBITDA 평균 30% 할인
파이프라인 가치(B)	2,401.3	
HL161	2,017.9	
HL036	383.4	
순현금(C)	17.4	
기업가치(A+B+C)	2,612.8	
발행주식수(천주)	52,240.6	
주당가치(원)	50,015.5	
적정주가	50,000	
현재주가	33,800	
상승여력	47.9	

주1: 제약사업 가치(A) 추정 시 Target EV/EBITDA는 상위 5개 제약사(한미약품, 유한양행, 종근당, 녹십자, 동아에스티) EV/EBITDA 평균에 30% 할인한 15.9배 적용

주2: 파이프라인 가치(B) 산출 시 WACC = 7.2%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 8.3%, 베타 1.1), 영구성장률 HL161 1.0%, HL036 -2.0% 적용

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 HL161 파이프라인 가치 산정 (변경 후)

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
이뮤노반트 로열티	0.0	8.1	8.4	34.0	32.4	72.7	105.4	130.1	141.4	146.9	149.3
MG	0.0	4.7	1.7	16.2	6.8	14.1	24.8	32.6	39.3	43.4	44.5
TED	0.0	0.0	5.4	15.1	18.8	37.5	57.1	71.2	74.9	75.9	77.0
WAIHA	0.0	3.4	1.1	1.5	4.7	16.7	15.3	18.0	18.7	18.9	19.1
Others	0.0	0.0	0.3	1.2	2.1	4.3	8.2	8.3	8.5	8.6	8.7
하버바이옴에드 로열티	0.0	5.1	0.0	0.2	1.6	4.7	9.7	15.2	19.2	24.8	32.4
Total	0.0	13.1	8.4	34.2	34.0	77.4	115.1	145.3	160.6	171.6	181.7
Terminal Growth	1.0%										
Terminal value	2,749.9										
현재가치 합산	2,015.4										
MG	456.0										
TED	809.0										
WAIHA	208.1										
Others	91.7										
Sales Milestone	152.7										
하버바이옴에드	297.8										
발행주식수(천주)	52,240.6										
주당가치(원)	38,578.9										

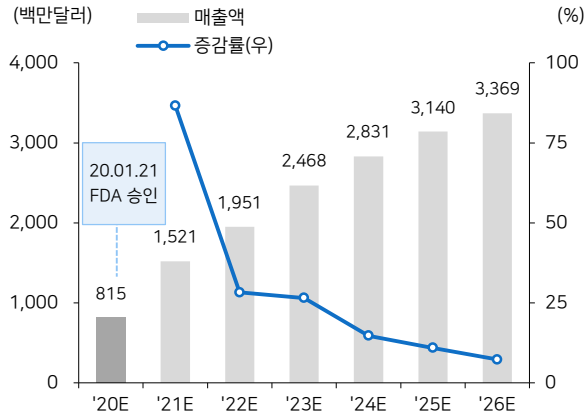
주1: WACC = 7.2%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 8.3%, 베타 1.1), 영구성장률 1.0% 적용,
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 HL161 파이프라인 가치 산정 (변경 전)

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
이뮤노반트 로열티	0.0	6.7	2.6	23.2	28.5	65.0	96.4	117.4	127.7	132.7	134.7
MG	0.0	2.6	0.9	9.4	6.2	14.1	24.8	32.6	39.3	43.4	44.5
TED	0.0	2.2	0.8	10.7	15.4	31.0	47.0	58.5	61.2	61.8	62.4
WAIHA	0.0	1.9	0.7	1.3	4.7	15.5	15.2	18.0	18.7	18.9	19.1
Others	0.0	0.0	0.3	1.7	2.2	4.3	9.3	8.4	8.5	8.6	8.7
하버바이옴에드 로열티	0.0	5.1	0.0	0.2	1.6	4.7	9.7	15.2	19.2	24.8	32.4
Total	0.0	11.8	2.6	23.5	30.0	69.8	106.1	132.6	146.9	157.5	167.2
Terminal Growth	1.0%										
Terminal value	2,718.0										
현재가치 합산	2,017.9										
MG	490.7										
TED	717.1										
WAIHA	224.2										
Others	101.5										
Sales Milestone	156.0										
하버바이옴에드	328.4										
발행주식수(천주)	52,240.6										
주당가치(원)	38,627.4										

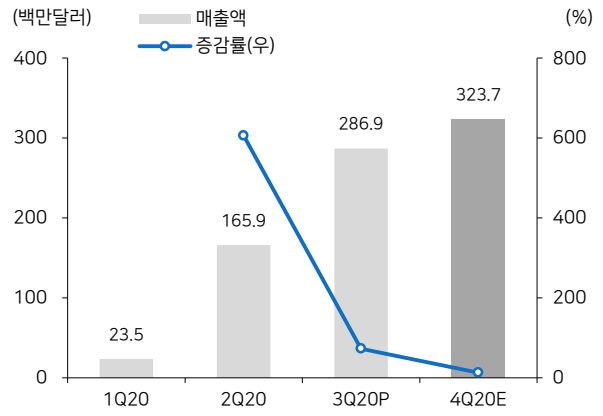
주1: WACC = 7.2%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 8.3%, 베타 1.1), 영구성장률 1.0% 적용,
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 Tepezza 연간 매출액 전망



자료: Evaluate Pharma, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Tepezza 분기 매출 및 4분기 매출 가이드런스



자료: 호라이즌 테라퓨틱스, 메리츠증권 리서치센터

표5 HL036 파이프라인 가치 산정

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
하버바이오메드 로열티	0.0	0.8	0.0	2.7	0.9	3.1	6.9	11.5	15.5	20.8	27.8
한올바이오파마	0.0	-4.6	0.0	0.5	2.6	7.7	14.6	20.1	21.5	22.6	23.2
Total	0.0	-3.9	0.0	3.2	3.5	10.8	21.5	31.6	37.0	43.3	51.1
Terminal Growth	-2.0%										
Terminal value	543.3										
현재가치 합산	383.4										
발행주식수(천주)	52,240.6										
주당가치(원)	7,339.0										

주: WACC = 7.2%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 8.3%, 베타 1.1), 영구성장률 -2.0% 적용
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 HL036 임상 3상 디자인 비교

임상 단계	임상 3-1상	임상 3-2상	임상 3-3상
시험대상자	mild-moderate Sign/Symptom Patients	mild-moderate Sign Patients	mild-moderate Symptom Patients
그룹	HL036 0.25% 318명 / 위약군 319명	미정	
용법	BID, 8주동안		
1차평가변수	Sign: ICSS, CAE Symptom: ODS	Sign: CCSS Symptom: EDS	Sign: CCSS Symptom: EDS
2차평가변수	Sign	ICSS, SCSS, TCSS, Schirmers' test, TFBUT 등	
	Symptom	OEDS, OSDI, Diary Score 등	

자료: 한올바이오파마, 메리츠증권 리서치센터

한올바이오파마 (009420)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	91.8	108.5	88.4	106.5	128.8
매출액증가율 (%)	9.0	18.1	-18.5	20.5	20.9
매출원가	42.8	45.7	38.0	44.8	48.0
매출총이익	49.0	62.8	50.4	61.7	80.8
판매관리비	43.6	45.7	44.1	46.7	45.7
영업이익	5.5	17.1	6.3	15.0	35.1
영업이익률	6.0	15.8	7.1	14.0	27.3
금융손익	2.8	2.4	13.3	1.7	2.0
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	19.6	16.7	37.1
법인세비용	0.7	-1.7	-2.3	1.3	2.9
당기순이익	3.3	19.2	21.9	15.4	34.2
지배주주지분 손이익	3.3	19.2	21.9	15.4	34.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-3.0	20.5	21.0	20.6	40.0
당기순이익(손실)	3.3	19.2	21.9	15.4	34.2
유형자산상각비	1.4	2.2	2.4	2.2	1.9
무형자산상각비	0.6	0.5	0.5	0.7	0.9
운전자본의 증감	-17.2	-4.1	-2.6	2.3	3.0
투자활동 현금흐름	-16.1	-36.6	5.2	-8.0	-7.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1.9	-2.1	-1.8	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.4	-11.8	-19.7	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	0.0	-0.5	-0.4	0.1	0.1
차입금의 증감	0.0	0.6	0.0	0.1	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.2	-16.6	25.7	12.7	32.2
기초현금	41.9	22.7	6.1	31.1	43.7
기말현금	22.7	6.1	31.1	43.7	75.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	128.4	134.3	144.5	165.1	207.3
현금및현금성자산	22.7	6.1	31.1	43.7	75.9
매출채권	15.7	15.7	13.0	16.1	20.2
재고자산	15.5	13.7	11.3	14.1	17.6
비유동자산	33.9	57.1	74.1	79.2	84.3
유형자산	13.8	14.4	14.5	12.3	10.4
무형자산	5.5	10.7	14.2	21.5	28.4
투자자산	6.1	17.9	37.7	37.7	37.7
자산총계	162.3	191.4	218.6	244.3	291.5
유동부채	21.8	27.4	22.6	28.1	35.2
매입채무	2.8	4.3	3.5	4.4	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	23.6	23.6	19.6	24.3	30.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	45.4	51.0	42.1	52.4	65.5
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	21.0	21.0	21.0
이익잉여금	-21.3	-3.1	18.8	34.2	68.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	116.9	140.4	176.5	191.9	226.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	1,758	2,076	1,691	2,039	2,465
EPS(지배주주)	63	367	419	295	654
CFPS	258	469	446	349	733
EBITDAPS	143	379	176	341	725
BPS	2,238	2,688	3,379	3,673	4,328
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	572.8	98.9	89.6	113.6	51.1
PCR	140.5	77.5	84.2	95.9	45.6
PSR	20.6	17.5	22.2	16.4	13.6
PBR	16.2	13.5	11.1	9.1	7.7
EBITDA	7.5	19.8	9.2	17.8	37.9
EV/EBITDA	241.5	91.0	201.0	91.0	42.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	14.9	13.8	8.4	16.4
EBITDA 이익률	8.1	18.3	10.4	16.7	29.4
부채비율	38.8	36.3	23.9	27.3	29.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		1,242.7	495.1	1,208.9	2,553.5
매출채권회전율(x)	5.4	6.9	6.2	7.3	7.1
재고자산회전율(x)	5.7	7.4	7.1	8.4	8.1

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한올바이오파마 (009420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

