

# 한올바이오파마

**BUY(유지)**

009420 기업분석 |

목표주가(하향)	46,000원	현재주가(02/02)	32,050원	Up/Downside	+43.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2021. 02. 03

## 안전성 이슈로 불확실성 확대

### News

**이뮤노반트, HL161의 임상 일시 중단 발표:** 2/2 동사의 HL161을 개발 중인 Immunovant는 IMVT-1401(HL161)의 임상을 중단한다고 발표하였으며, 당일 주가는 -42.08% 하락했다. 임상 중단 이유는 갑상선안병증 임상 2b상에서 콜레스테롤 상승 부작용 발생했기 때문이다. 12주차에서 LDL 콜레스테롤 수치가 680mg 군에서 65%, 340mg 군에서 40% 증가하는 것이 확인되었다. 현재까지 결과가 발표된 IMVT-1401의 임상은 총 3건으로 임상 1상, 갑상선안병증 2a상, 중증근무력증 2상이 있으나 이전 임상에서는 콜레스테롤 수치를 측정하지 않았으며, 다른 Anti-FcRn 계열 약물인 Argenx의 ARGX-113, Momenta의 M281 역시 콜레스테롤 수치 관련 데이터를 공개하지 않았다.

### Comment

**갑상선안병증 적응증에 제한된 부작용인지 확인이 필요:** 20년 8월 확인했던 MG 2상에서는 콜레스테롤 수치를 측정하지 않았으나 하버바이오파마가 진행 중인 중증근무력증과 특발성 혈소판 감소성 자반증 임상 2상에서는 콜레스테롤 증가 부작용이 나타나지 않았다고 발표했다. 다만, 맹검을 해제한 결과 아니며 이뮤노반트 임상과 투여 기간이 다르므로 추가적인 확인이 필요하다.

### Action

**갑상선안병증 적응증에 대한 불확실성 반영, 목표주가 46,000원으로 하향:** 아직 부작용의 기전과 원인이 확인되지 않았으며, 고콜레스테롤혈증 약물을 병용하는 임상 디자인으로의 변경 등 가능성은 열려 있다. 하지만 불확실성을 고려해 갑상선안병증 적응증 파이프라인 가치를 제외하여 목표주가를 46,000원으로 하향하며 투자의견은 매수를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS기준)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고 14,900/41,350원
매출액	92	108	88	107	94	KOSDAQ /KOSPI 964/3,097pt
(증가율)	9.0	18.1	-18.5	21.3	-11.9	시가총액 16,743억원
영업이익	6	17	6	30	15	60일-평균거래량 596,285
(증가율)	58.2	207.2	-62.9	381.4	-48.8	외국인지분율 7.3%
순이익	3	19	14	30	17	60일-외국인지분율변동추이 +0.6%
EPS	64	364	262	578	334	주요주주 대웅제약 외 4 인 32.3%
PER (H/L)	703.0/353.5	109.8/59.0	143.0	55.4	95.9	(천원) (pt)
PBR (H/L)	20.0/10.1	14.9/8.0	11.6	8.4	7.7	한올바이오파마(좌) KOSPI지수대비(우)
EV/EBITDA (H/L)	278.0/151.1	101.0/54.7	198.7	46.2	82.4	0 0
영업이익률	6.0	15.6	7.1	28.2	16.4	주가상승률 1M 3M 12M
ROE	2.9	14.8	8.9	16.4	8.4	절대기준 -14.5 14.3 25.9
						상대기준 -20.7 -15.1 -13.8

도표 1. 한울바이오파마 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	가치	주당가치	비고
1. 영업가치	61	1,177	21년 EV/EBITDA에 기술료 제외, 중소형제약 EV/EBITDA(Fwd.12M) 9배 적용
2. 신약가치	2,211	42,322	
HL161	1,621		
HL036	590		
3. 순차입금	-142	2,716	21년 말 기준
4. 기업가치(1+2-3)	2,876		
5. 주식수(천주)	52,240		
6. 적정 주가(4/5)	46,215		

자료: DB금융투자

도표 2. 적응증 별 파이프라인 가치

(단위: 십억원)

조정 전		조정 후	
적응증	가치	적응증	가치
MG	817	MG	817
TED	277	wAIHA	76
wAIHA	76	기타	351
기타	351	합	893
합	1,171	기타 국가	447
기타 국가	585	총 파이프라인 가치	1,621
총 파이프라인 가치	2,120	감소폭	-23.50%

자료: DB금융투자

도표 3. ARGX-113 중증근무력증 3상 이상반응

Most adverse events were considered mild or moderate; safety profile of Efgartigimod group was comparable to placebo

	Efgartigimod (N=84)	Placebo (N=83)
Number of patients with an Adverse Event (AE) n (%)	65 (77.4)	70 (84.3)
Number of patients with an AE grade ≥3 n (%)	9 (10.7)	8 (9.6)
Most frequent AEs n (%)		
Headache	24 (28.6)	23 (27.7)
Nasopharyngitis	10 (11.9)	15 (18.1)
Nausea	7 (8.3)	9 (10.8)
Diarrhea	6 (7.1)	9 (10.8)
Upper respiratory tract infection	9 (10.7)	4 (4.8)
Number of patients who discontinued due to AEs n (%)	3 (3.6)	3 (3.6)
Number of patients with a Serious Adverse Event (SAE) n (%)	4 (4.8)	7 (8.4)
Number of patients with AEs deemed related by investigator n (%)	26 (31.0)	22 (26.5)

자료: Argenx, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	128	134	157	189	207
현금및현금성자산	21	5	28	57	80
매출채권및기타채권	17	22	22	24	22
재고자산	16	14	18	18	15
<b>비유동자산</b>	34	57	52	51	51
유형자산	14	14	14	14	13
무형자산	6	11	10	10	9
투자자산	6	18	18	18	18
<b>자산총계</b>	162	191	209	240	258
<b>유동부채</b>	22	27	23	24	24
매입채무및기타채무	12	14	12	12	12
단기应付 및 단기차입	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	24	23	18	18	18
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	45	51	41	41	41
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	112	112	112	112	112
이익잉여금	-21	-3	10	41	58
비자본주자분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	117	140	169	199	217

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	-3	20	89	28	21
당기순이익	3	19	14	30	17
현금유동이 없는 비용 및 수익	10	5	0	3	1
유형 및 무형자산상각비	2	3	3	3	3
<b>영업관련자산부채변동</b>	-17	-4	74	-2	4
매출채권및기타채권의감소	1	-1	0	-2	2
재고자산의감소	-1	0	-4	0	2
매입채무및기타채무의증가	-5	-1	-2	1	0
<b>투자활동현금흐름</b>	-14	-36	3	1	1
CAPEX	-2	-2	-2	-2	-2
투자자산의순증	-4	-12	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	0	0	0	0	0
사채 및 차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본금 및 자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-68	0	0
<b>현금의증가</b>	-17	-16	23	29	22
기초현금	38	21	5	28	57
기말현금	21	5	28	57	80

자료: 한율바이오파마, DB 금융투자

주: IFRS 개별기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	92	108	88	107	94
매출원가	43	46	38	34	34
<b>매출총이익</b>	49	63	50	74	60
판관비	44	46	44	43	45
영업이익	6	17	6	30	15
EBITDA	7	20	9	33	18
<b>영업외손익</b>	-1	0	6	3	4
금융순익	3	2	6	3	4
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-2	0	0	0
<b>세전이익</b>	4	17	13	34	19
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	3	19	14	30	17
자비주주지분순이익	3	19	14	30	17
비자비주주지분순이익	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	5	23	29	30	17
증감률(%YoY)					
매출액	9.0	18.1	-18.5	21.3	-11.9
영업이익	58.2	207.2	-62.9	381.4	-48.8
EPS	-42.1	470.1	-27.9	120.5	-42.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	64	364	262	578	334
BPS	2,237	2,684	3,233	3,811	4,145
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	567.4	99.8	143.0	55.4	95.9
P/B	16.2	13.5	11.6	8.4	7.7
EV/EBITDA	240.4	92.1	198.7	46.2	82.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	6.0	15.6	7.1	28.2	16.4
EBITDA마진	8.2	18.0	10.5	31.0	19.4
순이익률	3.6	17.5	15.5	28.2	18.5
ROE	2.9	14.8	8.9	16.4	8.4
ROA	2.0	10.8	6.8	13.4	7.0
ROIC	7.6	15.8	7.4	55.4	29.5
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	38.8	36.3	24.0	20.7	19.1
이자보상배율(배)	0.0	1,416.2	263.0	1,266.3	648.9
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한율바이오파마, DB 금융투자

주: IFRS 개별기준

주: IFRS 개별기