

2021. 2. 3



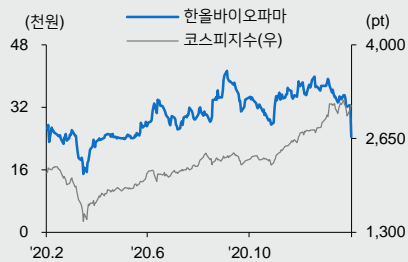
▲ 제약/바이오
Analyst 김지하
02. 6454-4868
jiha.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	45,000 원
현재주가 (2.3)	24,450 원
상승여력	84.0%
KOSPI	3,129.68pt
시가총액	12,773억원
발행주식수	5,224만주
유동주식비율	65.64%
외국인비중	6.52%
52주 최고/최저가	41,350원/14,900원
평균거래대금	276.9억원
주요주주(%)	
대용제약 외 4 인	32.33
국민연금공단	13.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-34.8	-18.2	-6.1
상대주가	-40.1	-41.2	-36.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	83.0	6.7	64.7	8.4	27.3
2022E	124.8	31.1	30.5	583	97.9	4,256	41.9	5.7	33.2	14.7	28.1
2023E	112.3	21.3	22.8	437	-25.0	4,693	55.9	5.2	43.8	9.8	23.0

한올바이오파마 009420

숨 고르기가 필요한 시간

- ✓ TED 임상 중단 여파로 주가 -24% 급락, 임상 재개 시까지 주가 큰 변동 없을 것
- ✓ 중국 파트너사 하버바이오메드 ITP, MG 임상 참여 환자는 안전성 이슈 없었음
- ✓ LDL 수치 상승이 TED 특이적인 이슈일 가능성 높아, Anti-FcRn 기대감 유효 판단
- ✓ 2월 임상 재개 결정까지 MG, WAIHA 임상 역시 불투명하기에 숨 고르기가 필요
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 45,000원으로 -10% 하향 조정

기대가 컸던 만큼 뼈 아픈 TED 임상 중단

TED 임상은 지난 2a상에서의 유효성 데이터와 경쟁 제품 Tepezza의 매 분기 실적 서프라이즈로 HL161 개발 적응증 중 가장 기대가 컸다. 이를 반영하듯 2/3 동사 주가는 -23.7%로 급락했다. TED에 대한 기대감이 빠진 지금 향후 임상 재개 시기까지 현재 주가에서 큰 변동은 없을 것으로 보인다.

TED 특이적인 안전성 이슈라면, Anti-FcRn에 대한 기대감은 유효

중국 파트너사인 하버바이오메드(2142.HK) 주가는 -9.9%로 마감하며, 동사 대비 낙폭이 작다. 하버바이오메드가 진행 중인 HL161의 ITP와 MG 임상 2상에서는 LDL 콜레스테롤 상승이 관찰되지 않았다는 뉴스 때문이라 판단한다. 또한 HL161이 TED 환자에게 LDL 콜레스테롤 대사에 영향을 줄 수 있다는 기전을 고려하였을 때, TED에 국한된 안전성 이슈일 가능성이 높다.

2월 내로 추가적인 분석과 FDA와의 협의를 통해 HL161 임상 재개 여부가 결정된다. TED 적응증 만큼 주가 조정을 받은 듯 하나 MG 임상 3상 개시와 WAIHA 임상 2a상 재개 시점이 불투명하기에 2월 추가 발표때까지 숨 고르기가 필요하겠다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 45,000원으로 하향 조정

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 적정주가는 45,000으로 -10% 하향 조정한다. HL161 TED 임상 2b상 중단과 프로토콜 수정에 걸리는 시간 감안시 재개하더라도 임상 스케줄이 지연될 가능성이 존재한다. 안전성 이슈에 따른 임상 중단이기에 TED 시장 진출 이후 Peak 시장점유율(기존 43% → 35%)과 임상 성공 확률(기존 60% → 50%)을 변경하여 파이프라인 가치를 조정하였다.

Valuation

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 45,000원으로 -10% 하향 조정한다. 1) HL161 TED 임상 2b상 중단 및 프로토콜 수정으로 인한 지연과 2) 안전성 이슈로 인한 중단이기에 TED 시장 Peak 시장점유율을 기존 43% → 35%로 하향, 3) 임상 성공 확률은 기존 60%(2a상 성공) → 50%(임상 2상 자가면역질환 치료제 평균 성공 확률 적용)로 변경하여 파이프라인 가치를 조정하였다.

표1 한올바이오파마 SoTP Valuation Table (변경 후)

(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)	2,121.9	
HL161	1,754.8	
HL036	367.1	
순현금(C)	31.1	
기업가치(A+B+C)	2,331.1	
발행주식수(천주)	52,240.6	
주당가치(원)	44,622.1	
적정주가	45,000	
현재주가	24,450	
상승여력	84.0	

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 = 7.5%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 8.3%, 베타 1.1), 영구성장률 HL161 1.0%, HL036 -2.0% 적용 / 자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표2 한올바이오파마 SoTP Valuation Table (변경 전)

(십억원, 배, 원, %)	금액	비고
제약사업 가치(A)	178.2	
'20E 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

표3 HL161 파이프라인 가치 산정 (변경 후)

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
이뮤노반트 로열티	0.0	7.4	7.0	30.8	25.7	57.4	84.1	103.7	113.7	118.8	120.9
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	4.2	12.2	13.0	25.5	38.9	48.5	50.9	51.7	52.5
WAIHA	0.0	2.7	0.9	1.2	3.7	13.4	12.3	14.4	15.0	15.1	15.3
Others	0.0	0.0	0.3	1.2	2.1	4.3	8.2	8.3	8.5	8.6	8.7
하버바이오메드 로열티	0.0	4.3	0.0	0.2	1.4	4.3	8.8	13.9	17.6	22.8	29.9
Total	0.0	11.7	7.0	31.0	27.1	61.6	93.0	117.6	131.3	141.6	150.8
Terminal Growth	1.0%										
Terminal value	2,351.5										
현재가치 합산	1,754.8										
MG	473.5										
TED	574.2										
WAIHA	172.6										
Others	95.1										
Sales Milestone	154.1										
하버바이오메드	285.3										
발행주식수(천주)	52,240.6										
주당가치(원)	33,590.8										

주1: WACC = 7.5%(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	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
하버바이오메드 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										
하버바이오메드	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

한올바이오파마 (009420)

Income Statement

(십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	108.5	88.4	106.5	124.8	112.3
매출액증가율 (%)	18.1	-18.5	20.5	17.2	-10.0
매출원가	45.7	38.0	44.8	48.0	49.9
매출총이익	62.8	50.4	61.7	76.8	62.4
판매관리비	45.7	44.1	46.7	45.7	41.1
영업이익	17.1	6.3	15.0	31.1	21.3
영업이익률	15.8	7.1	14.0	24.9	19.0
금융손익	2.4	13.3	1.7	2.0	1.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	17.5	19.6	16.7	33.1	23.2
법인세비용	-1.7	-2.3	1.3	2.6	0.3
당기순이익	19.2	21.9	15.4	30.5	22.8
지배주주지분 손이익	19.2	21.9	15.4	30.5	22.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
유동자산	134.3	144.5	165.1	200.6	221.0
현금및현금성자산	6.1	31.1	43.7	71.5	96.7
매출채권	15.7	13.0	16.1	19.3	17.4
재고자산	13.7	11.3	14.1	16.8	15.1
비유동자산	57.1	74.1	79.2	84.3	80.4
유형자산	14.4	14.5	12.3	10.4	7.8
무형자산	10.7	14.2	21.5	28.4	27.2
투자자산	17.9	37.7	37.7	37.7	37.7
자산총계	191.4	218.6	244.3	284.9	301.5
유동부채	27.4	22.6	28.1	33.6	30.2
매입채무	4.3	3.5	4.4	5.3	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	19.6	24.3	29.0	26.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	51.0	42.1	52.4	62.5	56.3
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	112.4	112.4	112.4	112.4	112.4
기타포괄이익누계액	7.3	21.0	21.0	21.0	21.0
이익잉여금	-3.1	18.8	34.2	64.6	87.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	140.4	176.5	191.9	222.3	245.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	20.5	21.0	20.6	35.6	25.3
당기순이익(손실)	19.2	21.9	15.4	30.5	22.8
유형자산상각비	2.2	2.4	2.2	1.9	2.6
무형자산상각비	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2
운전자본의 증감	-4.1	-2.6	2.3	2.3	-1.4
투자활동 현금흐름	-36.6	5.2	-8.0	-7.8	0.0
유형자산의증가(CAPEX)	-2.1	-1.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.8	-19.7	-0.0	-0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-0.5	-0.4	0.1	0.1	-0.1
차입금의 증감	0.6	0.0	0.1	0.1	-0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-16.6	25.7	12.7	27.8	25.2
기초현금	22.7	6.1	31.1	43.7	71.5
기말현금	6.1	31.1	43.7	71.5	96.7

Key Financial Data

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	2,076	1,691	2,039	2,388	2,149
EPS(지배주주)	367	419	295	583	437
CFPS	469	446	349	656	480
EBITDAPS	379	176	341	649	480
BPS	2,688	3,379	3,673	4,256	4,693
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	98.9	89.6	83.0	41.9	55.9
PCR	77.5	84.2	70.1	37.3	50.9
PSR	17.5	22.2	12.0	10.2	11.4
PBR	13.5	11.1	6.7	5.7	5.2
EBITDA	19.8	9.2	17.8	33.9	25.1
EV/EBITDA	91.0	201.0	64.7	33.2	43.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.9	13.8	8.4	14.7	9.8
EBITDA 이익률	18.3	10.4	16.7	27.2	22.3
부채비율	36.3	23.9	27.3	28.1	23.0
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,242.7	495.1	1,208.9	2,280.8	1,529.9
매출채권회전율(x)	6.9	6.2	7.3	7.0	6.1
재고자산회전율(x)	7.4	7.1	8.4	8.1	7.0

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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

