

이제부터 중요하다

Analyst 엄민용

02-3787-2474 myeom@hmsec.com

현재주가 (2/23)	15,920원		
상승여력	69.6%		
시가총액	832십억원		
발행주식수	52,241천주		
자본금/액면가	26십억원/500원		
52주 최고가/최저가	20,200원/12,700원		
일평균 거래대금 (60일)	3십억원		
외국인지분율	5.56%		
주요주주	대웅제약 외 5 인 32.36%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.9	9.0	-1.1
상대주가(%p)	-4.7	8.1	-1.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	345	543	27,000
After	345	543	27,000
Consensus	106	153	22,000
Cons. 차이	225.5%	254.9%	22.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

3월부터 상반기 중으로 중요한 임상 결과들이 발표될 예정, 중국 결과를 지켜보자

- 동사의 주력 파이프라인 HL161(HBM9161)의 중국 중증근무력증(MG) 임상 3상 결과 발표가 1분기 내지 2분기초 하버바이오메드와 CSPC가 발표 예정으로 '23년 상반기 중 BLA 제출 예정
- HL161은 중국에서 중증근무력증(MG) 치료제로서 희귀의약품 지정(ODD)되어 빠른 허가절차 통해 '24년 승인 및 판매 개시될 것, 경쟁약품 비브가르트 SC제형의 FDA 허가 지연으로 중국 진출 또한 늦어질 것으로 기대, SC제형으로는 동사의 중국 출시 시기가 비슷하거나 빠를 수 있음
- 중국 시장은 중증근무력증만 20만명의 환자 추정, 이는 유럽 10만명과 미국 약 7만명 합산 규모를 넘는 환자 수, 중국 시장 약 10억 달러 규모로 HL161은 '24년부터 판매 개시로 임박
- 1분기말과 2분기 중으로 안구건조증 치료제 HL036의 하버바이오메드 유효성 불충분에 따른 임상 중단여부가 다시 결정될 것으로 보이며, 비슷한 시기에 미국 임상 3상 결과도 공개 예정
- 곧 HL036의 안구건조증 중국/미국 임상 3상이 발표될 경우 우려가 해소되며 HL161의 중국 출시 및 미국 임상 재개 등 가치 반영 시작해도 충분

경쟁사들 뒷걸음질 중, 아제넥스는 FDA 허가 지연, 안센은 부작용과 혈관주사로 경쟁력 떨어져

- 아제넥스의 비브가르트SC 제형은 FDA로부터 자료 부족을 이유로 허가가 지연되어 '23년 6월 허가여부가 다시 결정될 예정이며 중국 허가 여부까지 영향 받을 가능성 높음
- 안센의 니포칼리맵(nipocalimab)은 중증 용혈성질환(HDFN) 임상 2상 타라인의 1차 평가 변수 달성 발표, '22년 8월 류마티스관절염(RA) 임상 2상 종료, 그러나 일부인 결합에 따른 부작용 이슈 해결하지 못했고 환자편의성 측면 SC 제형 개발도 없어 경쟁력 떨어짐
- 동사는 고용량 투약이 필요없는 적응증의 경우 HL161(IMVT-1401)로 개발하고 고용량 지속 투여가 필요한 WHIHA 및 기타 적응증은 부작용 없는 후속물질 IMVT-1402로 개발 예정
- 경쟁사들과 비교했을 때 동사는 비교적 빠른 시장 진입과 글로벌 Best-in-class가 충분히 가능한 조건 3개 보유 1) 피하주사 제형 2)부작용 우려 해소 3)가장 높은 유효성 기대

'23년 상반기 임상 결과 발표를 통해 우려 해소할 것인가? 가장 중요한 순간 다가온다

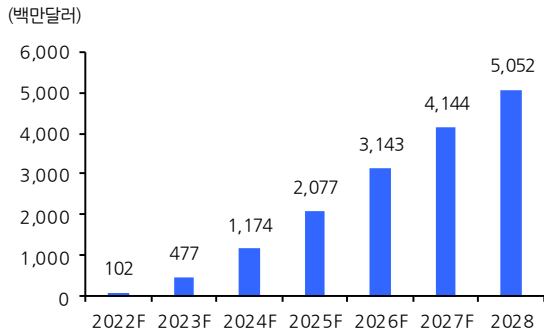
- HL161의 중국 MG 임상 3상 결과 발표는 이뮤노반트의 추가 반등 모멘텀이 될 수 있을 것으로 보이며 곧 부작용 없는 IMVT-1402 후속물질 임상 1상 승인 및 중간 결과 발표도 중순 기대
- 중국 HL161과 HL036 임상 결과 확인된다면 우려 모두 해소될 것으로 보여 중요한 시점으로 보고 있음, 동사에 대한 투자 의견 BUY 및 목표주가 27,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	89	6	20	9	378	3.1	99.1	10.8	211.6	12.3	0.0
2021	102	10	9	13	170	-55.0	123.6	6.7	79.5	5.2	0.0
2022F	110	2	2	5	37	-78.3	481.2	6.0	189.5	1.2	0.0
2023F	134	25	20	28	392	959.6	40.4	4.7	26.4	12.4	0.0
2024F	136	22	18	24	347	-11.5	45.6	4.3	29.6	9.8	0.0

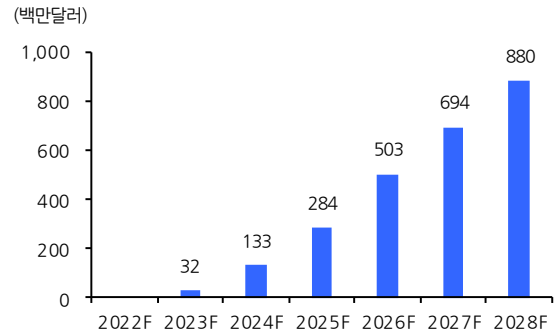
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 아제넥스 비브가르트 매출 전망



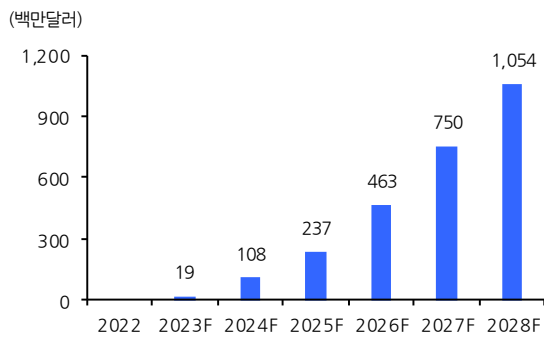
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림2> 존슨앤존슨 니포칼리맙 매출 전망



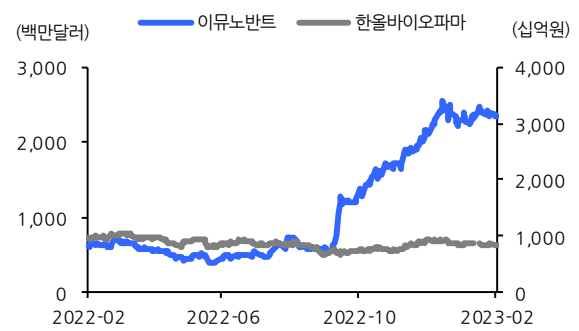
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림3> 한올바이오파마 바토클리맙 매출 전망



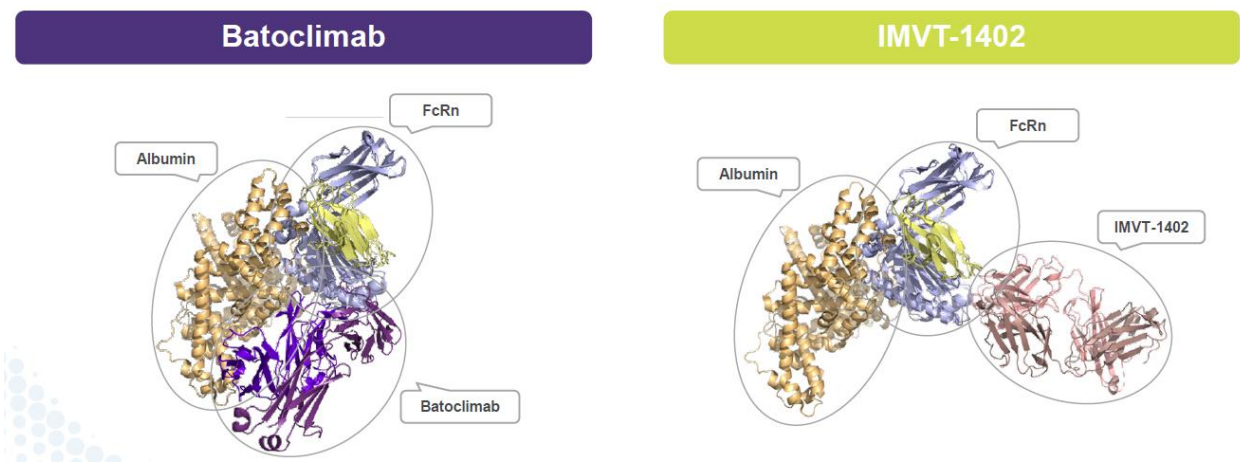
자료 : EvaluatePharma, 현대차증권

<그림4> 한올바이오파마 이뮤노반트 시가총액 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림5> 한올바이오파마 바토클리맙과 IMVT-1402 알부민 결합 차이, 콜레스테롤 상승 부작용 제거



자료 : 이뮤노반트, 현대차증권

〈표1〉 항 FcRn 경쟁약물 비교표

	Immunovant	Janssen	Argenx	UCB
후보물질	Batoclimab	Nipocalimab	Efgartigimod	Rozanolixizumab
1 회 투여용량	340mg(SC) 680mg(SC)	30~60mg/kg (체중 60kg 기준 1,800~ 3,600mg)	10mg/kg(IV) 1,000mg(SC)	7mg/kg (체중 60kg 기준 약 420mg)
투여방법	피하주사(SC)	혈관주사(IV)	피하주사(SC)	피하주사(SC)
피하주사 개발 시 예상 투여시간	10 초 이내 (3 상)	X	1 분 (3 상) 시린지펌프 필요	30 분 (3 상) 시린지펌프 필요

자료 : 각 사, 현대차증권

〈표2〉 한올바이오파마 SOTP Valuation

(억원, 천주, 원)

① 영업가치	1,927	'23 년 Fwd EBITDA * 중소형제약사 '12M Fwd EV/EBITDA (보령제약, 동국제약, JW 중외제약)
② 비영업가치	11,170	
HL161	7,543	임상 3 상 성공확률 적용
HL036	3,627	대응과 수익률 5:5 배분
③ 순차입금	(930)	'23 년 예상 순차입금
④주주가치	14,027	
⑤유통주식수	52,240	
⑥적정주가	26,851	
⑦목표주가	27,000	

자료 : 현대차증권

〈표3〉 한올바이오파마 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E
매출액	24.0	26.2	29.6	30.1	37.8	30.0	30.6	35.7	110.0	134.2
yoy	-13.7%	12.0%	16.4%	21.0%	57.7%	14.4%	3.1%	18.8%	8.3%	22.0%
qoq	-3.6%	9.4%	12.9%	1.5%	25.7%	-20.6%	1.8%	16.9%		
제품 및 기타	14.9	17.1	20.5	26.3	26.8	27.4	27.9	28.5	78.9	110.6
기술료 유입	9.1	9.1	9.1	3.8	11.0	2.7	2.7	7.3	31.1	23.6
매출원가	11.2	11.3	13.1	12.4	12.3	12.2	12.0	11.9	48.0	48.4
매출총이익	12.8	14.9	16.5	17.7	25.6	17.9	18.5	23.8	61.9	85.8
매출총이익률(%)	53.3%	56.9%	55.7%	58.8%	67.5%	59.5%	60.6%	66.7%	56.3%	63.9%
판매관리비	13.4	14.3	15.9	16.9	14.7	15.0	15.3	15.7	60.4	60.8
판매관리율(%)	55.8%	54.3%	53.6%	56.1%	55.0%	54.8%	54.9%	55.2%	55.0%	45.3%
영업이익	(0.6)	0.7	0.6	0.8	10.8	2.9	3.2	8.1	1.5	25.0
영업이익률	-2.5%	2.6%	2.1%	2.7%	28.6%	9.6%	10.5%	22.7%	1.4%	18.7%
yoy	적전	-56.6%	-71.8%	-13.5%	흑전	323.0%	418.0%	915.6%	-85.0%	1556.2%
qoq	적전	흑전	-8.8%	28.6%	1250.6%	-73.3%	11.7%	152.2%		
당기순이익	(0.1)	(0.1)	0.7	1.4	8.6	2.5	2.8	6.6	2.0	20.5
당기순이익률	-0.3%	-0.3%	2.5%	4.7%	22.9%	8.3%	9.0%	18.5%	1.8%	15.3%
yoy	적전	적전	-64.3%	흑전	흑전	흑전	274.5%	371.3%	-53.9%	334.3%
qoq	적지	적지	흑전	90.6%	517.7%	-71.3%	10.9%	139.9%		

자료 : 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	89	102	110	134	136
증가율 (%)	-17.6	14.6	8.3	22.0	1.1
매출원가	38	41	48	48	46
매출원가율 (%)	42.7	40.2	43.7	36.1	34.3
매출총이익	51	60	62	86	89
매출이익률 (%)	57.3	58.8	56.3	63.9	65.7
증가율 (%)	-19.0	17.6	2.7	38.5	3.9
판매관리비	45	50	60	61	67
판매비율 (%)	50.6	49.0	55.0	45.3	49.7
EBITDA	9	13	5	28	24
EBITDA 이익률 (%)	10.1	12.7	4.1	20.7	17.8
증가율 (%)	-55.0	44.4	-64.6	513.2	-13.2
영업이익	6	10	2	25	22
영업이익률 (%)	6.7	9.8	1.4	18.7	16.0
증가율 (%)	-64.7	66.7	-85.0	1,556.2	-13.3
영업외손익	13	-1	1	1	2
금융수익	13	1	2	1	2
금융비용	0	0	1	0	0
기타영업외손익	0	-2	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	19	9	3	26	23
세전계속사업이익률	21.3	8.8	2.4	19.6	17.1
증가율 (%)	11.8	-52.6	-69.5	888.1	-11.5
법인세비용	-1	-0	1	6	5
계속사업이익	20	9	2	20	18
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	9	2	20	18
당기순이익률 (%)	22.5	8.8	1.8	15.3	13.4
증가율 (%)	5.3	-55.0	-78.3	959.6	-11.5
지배주주지분 순이익	20	9	2	20	18
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	20	-29	-1	0	0
총포괄이익	40	-20	0	20	18

(단위:십억원)					
현금흐름표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	1	1	8	22	21
당기순이익	20	9	2	20	18
유형자산 상각비	2	2	3	2	2
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-13	-15	-1	-1	0
기타	-8	5	4	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-2	8	12	0	0
투자자산의 감소(증가)	-15	0	-1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-5	-1	0	0
기타	16	13	14	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-1	-0	-10	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1	0	-11	0	0
기타현금흐름	-0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-2	9	10	22	21
기초현금	6	4	13	22	45
기말현금	4	13	22	45	66

* K/FRS 연결 기준

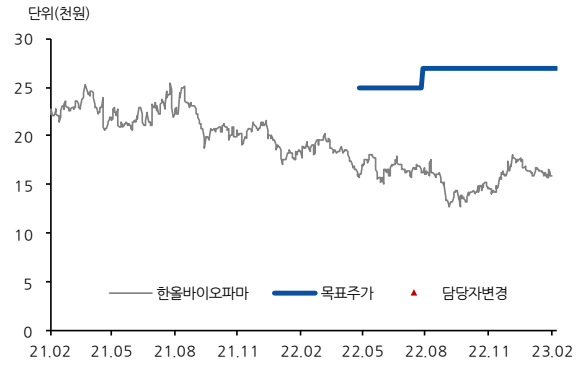
(단위:십억원)					
재무상태표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	129	119	118	149	168
현금성자산	4	13	22	45	66
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	12	10	12	14	14
채고자산	20	20	25	29	28
기타유동자산	7	8	10	11	11
비유동자산	91	80	80	77	75
유형자산	15	18	17	15	13
무형자산	15	19	23	23	22
투자자산	53	24	23	23	23
기타비유동자산	8	19	17	17	17
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	220	198	198	226	243
유동부채	23	22	27	32	31
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	5	2	2	3	2
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	18	20	25	29	28
비유동부채	16	13	16	18	18
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	13	16	18	18
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	39	35	42	50	49
지배주주지분	181	163	155	176	194
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	112	113	113	113	113
자본조정 등	-1	0	-9	-9	-9
기타포괄이익누계액	27	-2	-3	-3	-3
이익잉여금	18	26	28	49	67
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	181	163	155	176	194

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS(당기순이익 기준)	378	170	37	392	347
EPS(지배순이익 기준)	378	170	37	392	347
BPS(자본총계 기준)	3,470	3,130	2,975	3,366	3,713
BPS(지배지분 기준)	3,470	3,130	2,975	3,366	3,713
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	99.1	123.6	481.2	40.4	45.6
P/E(지배순이익 기준)	99.1	123.6	481.2	40.4	45.6
P/B(자본총계 기준)	10.8	6.7	6.0	4.7	4.3
P/B(지배지분 기준)	10.8	6.7	6.0	4.7	4.3
EV/EBITDA(Reported)	211.6	79.5	189.5	26.4	29.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	3.1	-55.0	-78.3	959.6	-11.5
EPS(지배순이익 기준)	3.1	-55.0	-78.3	959.6	-11.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.3	5.2	1.2	12.4	9.8
ROE(지배순이익 기준)	12.3	5.2	1.2	12.4	9.8
ROA	9.6	4.3	1.0	9.7	7.7
안정성 (%)					
부채비율	21.4	21.4	27.2	28.6	25.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	370.7	396.4	77.7	864.5	725.7

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.19	BUY	25,000	-33.15	-27.80
2022.08.19	BUY	27,000	-42.89	-33.33
2023.02.19	AFTER 6M	27,000	-40.14	-38.56
2023.02.24	BUY	27,000		

▶ 최근 2년간 한올바이오파마 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 엄민용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이건 분류

- ▶ 업종 투자이건 분류 현대차증권의 업종투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175건	92.6%
보유	14건	7.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.