제약/바이오

제약/바이오



서미화
Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
유한양행	BUY (M)	280,000 (U)
한올바이오파마	BUY (M)	42,000 (M)

새로운 투자방향에 대한 고민

다사다난 했던 2019년 상반기

2019년은 다수의 임상 3상 파이프라인에 대한 결과발표가 예정되어 있어 기대감이 컸다. 하지만 기대에 부합하지 못했던 결과, 임상중단, 기술 반환 등 다양한 악재가 발생되었으며, 임상관련 악재 이외에도 코오롱생명과학/코오롱티슈진의 인보사사태, 삼성바이오로직스의 분식회계 이슈 지속, 대웅제약/메디톡스의 ITC 소송 등 부정적 이슈가 발생되었다. 제약/바이오 기업들의 주가하락에 따라 제넥신-툴젠의 합병이 무산되었으며, 작년 활발했던 IPO 시장 또한 위축되고 있는 것으로 보인다. 심지어 글로벌 제약사와의 기술수출 거래가 발표되어도 주가가 하락하는 모습을 보였다.

경험으로 배운 새로운 해석들

제약/바이오 섹터 내에서 다양한 이벤트 발생과 함께 투자자들이 현상을 이해하고 해석하는 관점의 변화가 일어나고 있다. 과거에는 '기술수출'이라는 단순 이벤트 발생과, 총 계약규모에 관심을 가졌다면 이제는 실제로 받을 수 있는 돈이 얼마인지에 더 관심을 갖기 시작했다. 또한, 임상 후기단계의 단일 파이프라인보다는 다양한 임상 단계의 파이프라인을 보유한 기업이 리스크 헷지 차원에서 좋은 대안이 될 수 있다고 판단된다.

기준이 높아지는 투자판단의 수준

지난 8월 연초대비 60% 수준으로 하락하였던 제약/바이오 지수가 점차 회복하고 있는 것처럼 보인다. 나올 수 있는 악재는 다 나왔을 것이라는 분위기다. 하지만 이슈는 또 다시 발생할 수 있다. 제약/바이오 종목을 고를 때 더욱 까다로운 기준들이 생겨날 것으로 예상된다. 본업의 성장이 확실 시 되는 기업, 기술수출 후 마일스톤으로 실적개선이 이뤄지는 회사가 보다 안정적인 투자처로 관심을 받을 것으로 보인다. 임상을 주로 진행하는 바이오텍의 경우에도 루머나, 언론보도만을 믿기 보다는 정확한 데이터를 확인하고 확실한 투자처를 찾는 투자자들이 많아질 것으로 예상된다. 하반기까지는 보다 안정적인 투자처에 대한 선호도가 높을 것으로 보이며, 한올바이오파마를 최선호주, 유한양행을 차선호주로 제시한다.

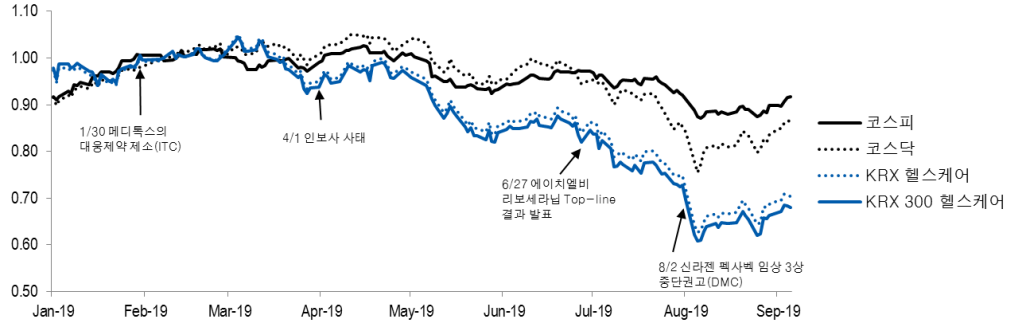
상반기 제약/바이오 동향

상반기 코오롱생명과학/코오롱티슈진 인보사 사태(4월)를 시작으로 3분기가 끝나가는 이 시점까지 제약/바이오 섹터 내 이슈가 끊이지 않고 있다. 오랜시간 지속되었던 삼성바이오로직스 분식회계 의혹, 대웅제약/메디톡스의 보툴리눔톡신 균주 출처 논란은 이슈가 더 커지며 섹터 내 주가 하락에 영향을 주었다. 삼성바이오로직스 행정소송 재판일 연기와, 대웅제약/메디톡스의 ITC 제소 판결기일의 연기는 이슈 해결의 장기화를 예고하고 있어 투자자들을 더욱 지치게 하고 있다. 이슈의 장기화는 다양한 노이즈를 발생시키고, 소송에 대한 비용증가 및 대내외적인 기업이미지 실추로 인한 사업지속에도 문제가 생기고 있는 상황이다.

2019년은 바이오기업의 다수의 임상 3상 파이프라인에 대한 결과 발표가 기대되었던 시점이기도 하였다. 하지만, SK바이오팜 솔리암페톨(기면증치료제), 대웅제약 나보타(미간주름개선제) 정도만 FDA 허가의 높은 벽을 넘었을 뿐, 임상중단, 결과미흡, 판매중지까지 다양한 악재가 발생하였다. 임상의 후기단계인 임상 3상 중임에도 불구하고 기대이하의 결과가 나타나는 이유는 임상 3상단계에서도 평균적인 임상성공확률이 64%로, 항암제는 이보다 낮은 45%이기 때문이다. 또한 임상결과는 1차지표 달성 여부도 중요하지만 상업화를 위해서는 높은 효능 및 부작용과 같은 시장성 부분도 중요하기 때문에 최종결과까지 지켜봐야 한다. 따라서 단일 파이프라인보다는 다양한 단계의 다수의 파이프라인을 보유한 기업에 대한 가치를 더 높게 평가하는 것이 적합하다고 판단된다.

제약/바이오 기업들의 주가하락에 따라 제넥신-툴젠의 합병이 무산되었으며, 작년 활발했던 IPO 시장 또한 위축되고 있는 것으로 보인다. 심지어 글로벌 제약사와의 기술수출 거래가 발표되면서 주가가 하락(7월 1일 유한양행 +2.86%; 7월 18일 레코켐바이오, -8.07%) 하기도 하였다. 18년 하반기 앱클론의 AC101 기술이전 공시 후(18. 11. 02) +12.69%, 유한양행의 레이저티닙 딜 발표 당일(18. 11. 05) +29.78% 주가상승이 있었던 것과는 대조적이다.

[그림 1] 2019년 제약/바이오 섹터 내 주요 이벤트 및 주가 추이



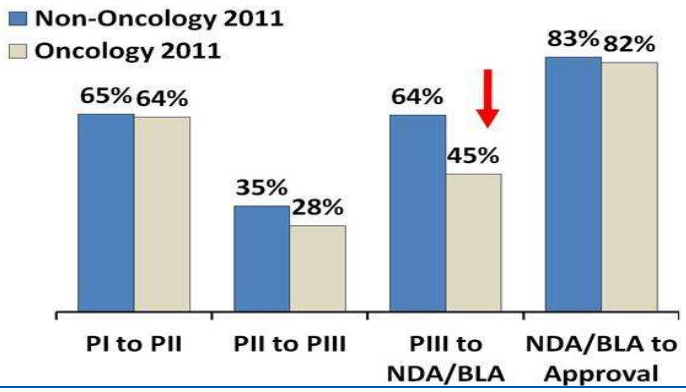
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 기업별 임상 3 상 파이프라인

기업명	제품명	적응증	일정
SK 바이오팜	솔리암페톨	기면증	1Q19(3월) FDA 허가
대웅제약	나보타	미간주름	1Q19(2월) FDA 허가
코오롱티슈진	인보사	퇴행성관절염	타세포 오염이슈
삼성바이오로직스	에티코보	자가면역질환	2Q19(4월) FDA 허가
에이치엘비	리보세라닙	위암(3차)	6월 Topline 결과: OS 충족치 미달
삼성바이오로직스	하드리마	자가면역질환	2Q19(7월) FDA 허가
신라젠	펙사백	간암	8월 무용성평가결과: 임상 3상 중단 조치
헬릭스미스	VM202	당뇨병성신경병증	3Q19 3-1 Topline 결과발표
메지온	유데나필	폰탄수술환자	11월 Topline 결과발표(학회)
한미약품	롤론티스	호중구감소증	2H19 BLA 신청기대
	오락솔	전이성유방암	2H19 Toline 결과
셀트리온	램시마 SC	자가면역질환	4Q19 유럽허가 기대

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 임상 3 상에서 왜 실패할까? 있을 수 있는 결과!



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

경험을 통해 학습한 것

제약/바이오 섹터 내에서 다양한 이벤트 발생과 함께 투자자들이 현상을 이해하고 해석하는 관점의 변화가 일어나고 있다.

1) 기술수출을 바라보는 관점의 변화

2015-2016년 한미약품의 기술수출 계약 성사로 '우리나라 기업도 조단위의 기술수출이 가능하다'라는 인식이 심어졌다. 한미약품과 사노피의 랩스커버리 기술이전은 총 계약규모 약 5조원의 큰 딜으로 투자자들을 한번 더 놀라게 하였다. 그 당시 주목받았던 것은 '총 계약규모'였다. 하지만 다양한 기술이전 계약 건이 발생하고 기술반환에 따라 계약금을 반환하는 경험을 하면서 학습된 것은 '진짜 받을 수 있는 돈'이 얼마인지 판단하는 것이다. 1) 계약금의 비중이 높으면 당장 받을 수 있는 돈이 많아지며, 2) 여기에 기술반환 시 계약금 반환조건이 없어야 한다. 3) 후기에 받는 마일스톤이나 판매로열티는 '목표달성' 여부에 따라 받지 못할 수도, 최종매출액에 따라 축소될 수 있다. 4) 마일스톤의 경우, 임상단계의 성공 후 다음 임상이 시작되면서 수령되는 경우가 많은데, 따라서 임상 성공이라는 목표달성이 매우 중요하다.

매출액이 없는 바이오텍의 경우, 기술이전을 통해 받는 계약금과 임상 진행에 따라 수취하는 마일스톤으로 단기간 실적개선이 충분히 가능한 구조라 할 수 있다. 이후 발생한 이익을 R&D 에 재투자하여 선순환이 가능하다는 점이 긍정적이다.

[그림 3] 한미약품 주가추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 유한양행 주가추이



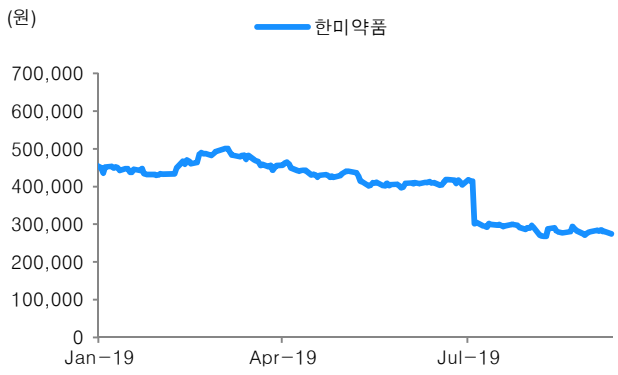
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 한미약품 주가추이(2017 년)



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 한미약품 주가추이(2019 년)



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 제약/바이오 섹터 내 기술이전 계약금 추이 (단위: 천달러)

일시	기업명	물질명	치료분야	계약상대	계약범위	총 계약규모	계약금	계약금비율	주가추이
2018.01.18	동아에스티	DA-9801	당뇨병성신경병	뉴로보파마슈티컬스	글로벌판권	180,000	2,000	1.1%	3.75%
2018.02.12	SK 케미칼	백신생산기술	독감백신	사노피파스퇴르	미국, 유럽	155,000	15,000	9.7%	2.49%
2018.06.14	크리스탈지노믹	CG026806	급성골수성백혈	앱토즈바이오사이언스	중국판권	125,000	3,000	2.4%	4.46%
2018.07.27	유한양행	YH14618	퇴행성디스트	스파인바이오파마	글로벌판권	218,150	650	0.3%	-0.89%
2018.08.24	JW 중외제약	JW1601	아토피피부염	레오파마	글로벌판권	402,000	17,000	4.2%	3.37%
2018.11.01	앱클론	AC101	암	상하이 헨리우스 바이오텍	글로벌판권	40,000	10,000	25.0%	12.69%
2018.11.05	유한양행	레이저티닙	폐암	얀센	글로벌판권	1,255,000	50,000	4.0%	29.78%
2018.11.20	인트론바이오	SAL200	슈퍼박테리아	로이반트	글로벌판권	667,500	10,000	1.5%	1.74%
2019.01.07	유한양행	NASH 치료제	NASH	길리어드사이언스	글로벌판권	785,000	15,000	1.9%	3.64%
2019.07.01	유한양행	YH25724	NASH	베링거인겔하임	글로벌판권	870,000	40,000	4.6%	2.86%
2019.07.18	브릿지바이오 테라퓨틱스	LCB17-0877	특발성 폐섬유증	베링거인겔하임	글로벌판권	300억원	20억원	6.7%	-8.07%
2019.08.28	인트론바이오 (계약금변경)	SAL200	슈퍼박테리아	로이반트	글로벌판권	992,500	10,000	1.0%	29.67%
2019.09.05	알테오젠	ALT-P1	인성장호르몬	크리스탈리아	남미	2,000	2,000	100.0%	-2.32%

일시: 공시일 기준
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

2) 단일 파이프라인의 위험성

신라젠, 에이치엘비 임상의 공통점은 펙사벡, 리보세라닙의 신약가치가 전체 기업가치의 대부분을 차지하고 있었다는 점이다. 신라젠은 8월 2일 무용성 평가 결과에 따른 임상 3상 중단 공시 후 약 2조원의 시가총액이 줄어들었으며, 에이치엘비 또한 6월 27일 Topline 결과 발표 후 약 1.5조원의 시가총액이 줄어들었다. 이미 임상 3상을 진행 중이었기 때문에 성공가능성이 높다고 판단되었으며, 후속 파이프라인 중에는 임상 3상 단계이거나 3상 진입에 가까운 파이프라인이 없었다. 다양한 파이프라인을 보유한 기업일 경우 하나의 파이프라인에 대한 임상에 문제가 생겼을 때, 대안을 찾을 수 있다. 따라서 단일 파이프라인을 보유한 경우보다는 다양한 파이프라인을 보유한 기업이 리스크 헷지 차원에서 좋은 대안이 될 수 있다.

[그림 7] 신라젠 주가추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 에이치엘비 주가추이



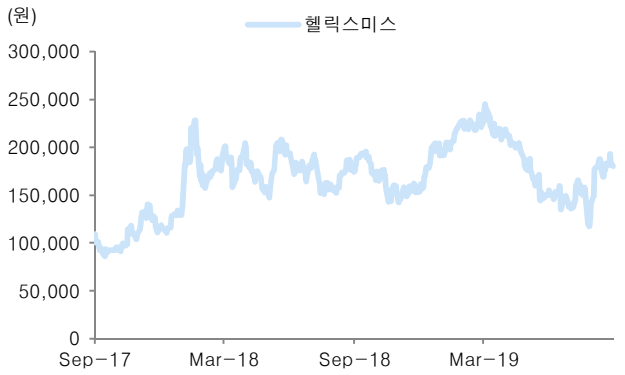
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 메지온 주가추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 헬릭스미스 주가추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

새로운 투자처에 대한 고려

제약/바이오 종목을 고를 때 더욱 까다로운 기준들이 생겨날 것으로 예상된다. 단순히 개발 중인 약에서 좋은 결과가 나왔더라는 단편적인 루머나, 언론보도는 참고만 하자. 정식적인 통로인 학회발표, 논문발표, FDA와 같은 규제기관의 허가야말로 객관적인 성공여부를 판단할 수 있는 결과물이다. 아직은 국내에 성공적인 사례가 없으나, 임상단계에 따라 좋은 결과(높은 효능 및 낮은 부작용)를 달성했을 때, 주가에 신약가치가 반영되고 다음 임상단계의 성공에 따라 계단식으로 기업의 가치가 상승할 수 있는 그림을 보여주는 기업이 이상적일 것이다. 최종적으로는 의약품의 허가 후 매출 상승에 따라 추가 상승 추이를 보여준다면 이 또한 논리적으로 기업의 가치가 반영되는 결과물이 될 것으로 기대한다.

1) 마일스톤으로 실적이 좋아지는 회사

기술수출 이후 파이프라인의 임상이 진행되면서 의미있는 마일스톤을 수취하는 회사로 유한양행, 한올바이오파마를 추천한다. 유한양행은 도입신약 및 원료의약품(API) 사업의 부진으로 본업의 성장성이 둔화되고 있다. 하지만 최단기간 3건의 기술수출 빅딜을 이끌어내면서 부진했던 사업의 빈자리를 메꿀 수 있는 방법이 생겼다. 계약금과 마일스톤의 수취이다. 2020년 기준, 계약금만 약 750억원 수취 가능할 것으로 예상되며, 임상진전에 따른 마일스톤 수취 시 실적개선이 크게 나타날 것으로 보인다.

한올바이오파마는 2017년 하나의 파이프라인을 기술이전 했으나, 그 이후 계약금 및 마일스톤 수취가 잘 진행되고 있다. 또한 계약금 및 마일스톤 수취로 인한 실적의 개선이 뚜렷하게 나타나고 있는 기업이다. 기술이전은 딜 성사 자체에도 큰 의미가 있지만, 기술수출을 한 회사의 입장에서는 기술반환과 같은 악재 없이 임상진행 속도가 빠르고, 약속했던 마일스톤을 받을 수 있는 것이 중요하다. 특히나 영업이익이 매우 적은 바이오텍의 경우 기술이전을 통해 받은 마일스톤이 재투자를 하거나 회사를 유지하는데 있어 꼭 필요하다. 한올바이오파마는 2017년 기술수출 이후와 이전의 상황을 극단적으로 보여주는데, 2016년까지 영업적자를 기록하였으나, 2017년 기술수출 이후는 분기별 영업흑자를 지속적으로 기록 중이다.

[표 3] 유한양행 기술이전 파이프라인 마일스톤 수취 예상 시점

		1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
얀센	레이저티닙														
길리어드	NASH														
베링거인겔하임	GLP-1/FGF21														

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 유한양행 분기 및 연간 실적 전망(연결) (단위: 억원)

사업			1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액			3,398	3,862	3,786	4,142	3,450	3,594	4,198	4,801	15,188	16,042	17,740
YoY			*-3.2%*	*8.8%*	*0.0%*	*9.8%*	*1.5%*	*-6.9%*	*10.9%*	*15.9%*	*3.9%*	*5.6%*	*10.6%*
약품사업	비처방		279	298	257	284	289	289	273	302	1,119	1,153	1,225
	YoY		*-1.4%*	*-5.0%*	*-11.8%*	*0.5%*	*3.3%*	*-3.0%*	*6.0%*	*6.3%*	*-4.5%*	*3.0%*	*6.3%*
	처방		2,388	2,505	2,563	2,717	2,236	2,246	2,683	2,937	10,173	10,102	10,984
	YoY		*9.3%*	*14.5%*	*3.1%*	*6.5%*	*-6.4%*	*-10.3%*	*4.7%*	*8.1%*	*8.1%*	*-0.7%*	*8.7%*
	특목	AHC	36	40	38	44	42	48	38	44	156	172	176
		원료	13	18	14	8	16	13	15	8	54	52	54
	연결대상매출		74	65	77	109	93	96	85	119	325	394	394
	소계		2,704	2,831	2,849	3,026	2,613	2,633	3,035	3,352	11,410	11,633	12,595
	YoY		*8.8%*	*12.2%*	*1.7%*	*5.4%*	*-3.4%*	*-7.0%*	*6.5%*	*10.8%*	*6.8%*	*2.0%*	*8.3%*
	생활용품		249	356	329	274	212	348	351	292	1,208	1,203	1,281
	YoY		*0.1%*	*8.2%*	*-1.2%*	*9.3%*	*-14.9%*	*-2.2%*	*6.7%*	*6.5%*	*4.0%*	*-0.4%*	*6.5%*
해외사업	수출		400	620	553	788	483	538	586	803	2,361	2,410	2,458
	YoY		*-46.1%*	*-4.0%*	*-9.6%*	*29.9%*	*20.5%*	*-5.0%*	*6.0%*	*2.0%*	*-9.4%*	*2.1%*	*2.0%*
	유한화학		294	502	421	672	392	400	429	685	1,888	1,907	1,945
	YoY		*-42.7%*	*7.1%*	*-6.1%*	*42.0%*	*33.6%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*-0.8%*	*1.0%*	*2.0%*
	소계		414	638	570	795	483	538	586	803	2,418	2,410	2,458
	YoY		*-44.7%*	*-4.1%*	*-8.5%*	*28.1%*	*16.6%*	*-15.8%*	*2.9%*	*1.0%*	*-9.1%*	*-0.3%*	*2.0%*
기술료 수익							94	19	187	307		606	748
기타	임대,수탁		31	37	39	46	48	56	39	47	153	191	658
	YoY		*12.2%*	*15.4%*	*21.9%*	*60.8%*	*53.6%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*27.3%*	*24.5%*	*245.2%*
영업이익			253	166	2	77	61	-54	168	144	501	319	631
YoY			*-28.7%*	*-19.9%*	*-99.3%*	*-26.5%*	*-76.0%*	*-132.6%*	*10963.9*	*87.0%*	*-43.5%*	*-36.4%*	*98.1%*
영업이익률			*7.5%*	*4.3%*	*0.0%*	*1.9%*	*1.8%*	*-1.5%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.3%*	*2.0%*	*3.6%*
당기순이익			211	166	109	97	157	57	176	154	583	543	675
YoY			*-28.5%*	*-48.8%*	*-59.1%*	*-54.5%*	*-25.7%*	*-65.6%*	*61.3%*	*58.0%*	*-47.0%*	*-6.8%*	*24.3%*

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 한올바이오파마의 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	220.9	225.4	239.8	232.4	245.0	298.2	277.4	261.3	918.4	1,081.9	1,205.5
YoY	*15.6%*	*9.4%*	*-2.4%*	*16.5%*	*10.9%*	*32.3%*	*15.7%*	*12.5%*	*9.0%*	*17.8%*	*11.4%*
의약품 판매	194.9	192.2	211.2	208.3	210.6	217.6	222.8	217.5	806.6	868.4	894.8
기술료 수익	17.0	17.0	17.0	10.2	26.5	58.3	34.6	23.1	61.2	142.5	225.4
기타 (수탁, 수출 등)	9.0	16.2	11.6	13.8	8.0	22.3	20.0	20.7	50.6	71.0	85.3
영업이익	2.8	16.1	21.3	14.6	25.5	70.1	41.6	32.7	54.7	169.9	258.7
YoY	*흑전*	*526.1%*	*3.5%*	*-29.7%*	*821.3%*	*336.4%*	*95.2%*	*123.7%*	*54.6%*	*210.3%*	*52.3%*
영업이익률	*1.3%*	*7.1%*	*8.9%*	*6.3%*	*10.4%*	*23.5%*	*15.0%*	*12.5%*	*6.0%*	*15.7%*	*21.5%*
당기순이익	7.2	27.0	25.5	(26.7)	33.0	41.9	36.6	31.0	33.0	142.5	233.4
YoY	*흑전*	*443.6%*	*-5.5%*	*적전*	*360.0%*	*55.2%*	*43.5%*	*흑전*	*-43.2%*	*331.8%*	*63.8%*

자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

2) 임상데이터를 통한 신약 가치의 확인

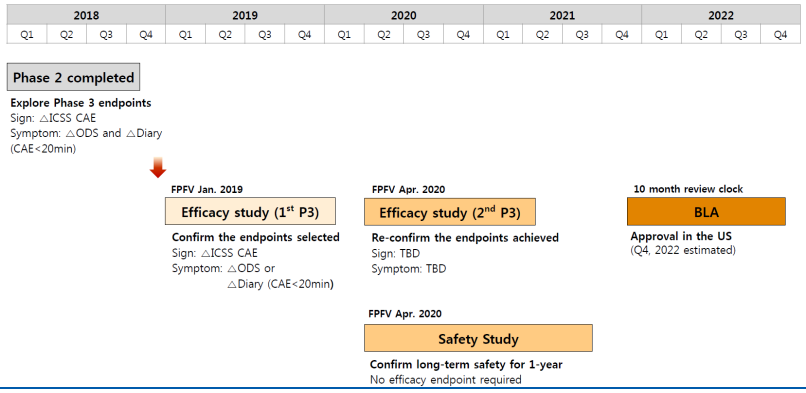
임상 파이프라인의 무조건적인 성공을 예단하기보다는 임상결과가 나오는 시기를 확인하고 결과치에 대한 해석을 해볼 필요가 있을 것으로 판단된다. 의약품에 대한 성공여부는 미리 판단하기 어렵다. 다만, 1) 이미 개발된 또는 개발 중인 동일 적응증 및 기전을 가지고 있는 의약품이 있는지 여부에 따라 경쟁상황을 확인할 수 있으며, 2) 임상 단계(전임상, 상업화임상)에 따라 성공확률을 부여할 수 있다. 3) 의약품 임상 데이터를 통해 부작용, 효능 등을 확인을 통해 시장성을 예측해 볼 수 있으므로 임상 데이터 확인은 필수다. 미리 접근하기 보다 결과를 확인하고 그 결과가 얼마나 가치가 있는지 판단할 필요가 있다. 그런 의미에서 4분기 셀트리온의 램시마 SC 제형의 유럽허가, 이수앱지스의 B 형혈우병 및 두경부암(ESMO) 임상결과, 한올바이오파마의 중증근무력증, 안구건조증 임상 결과가 눈여겨볼 만 하다.

[표 6] 2019 년 하반기 제약/바이오 종목별 예상 이벤트

구분	기업명	제품명	적응증	일정			
				2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
바이오시밀러	셀트리온	램시마(SC 제형)	자가면역질환			유럽허가	
		트룩시마	혈액암			미국출시	
		허쥬마	유방암				1Q20 미국출시
미용	휴젤	보툴렉스	주름				중국허가
(보툴리눔톡신)	대웅제약	나보타	주름	미국 판매개시	유럽허가		
	메디톡스	뉴로톡스	주름		중국허가		
	휴온스	리즈톡스	주름	국내 판매개시		중국 임상 개시	
신약개발	에이치엘비	리보세라닙	위암(3차치료제)	6월: Top-line 결과			
	신라젠	펙사벡	간암		8월: 무용성평가결과		
	헬릭스미스	VM202	당뇨병성신경병증		9월: 3-1 결과 발표		미국 임상3-2 개시
	한올바이오파마	HL036	안구건조증			HL036 임상 3상 Topline 결과	
		HL161	자가면역질환		용혈성빈혈 임상 2상 개시		중증근무력증 Topline 결과
	이수앱지스	ISU304	B 형혈우병치료제		2b 상 중간결과	2b 최종결과	
		ISU104	두경부암			1/2a 중간결과	
	한미약품	롤론티스	호중구감소증치료제		BLA 재신청		
		포지오티닙	폐암치료제			혁신형 치료제 선정	
	유한양행/오스코	레이저티닙	폐암		미국 임상 3상 개시		

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] HL036 임상 3 상 시험 타임라인



자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 카탈리스트(이수앱지스) 2019 마일스톤

	Q1	Q2	Q3	Q4
MarzAA (FVIIa)	P2 efficacy Enrollment complete	Initiate P1 PK/PD	Final P2 Data	P1 PK/PD data FDA EoP2 A/B Inhibitors
DalcA (FIX)	Initiate P2b		P2b data	Final P2b data
CB 2679d-GT (FIX)	Preclinical efficacy			
CB 2782-PEG		Ocular EHL PK/PD		

자료: Catalyst biosciences, 유안타증권 리서치센터

3) 본업의 성장이 꾸준한 회사

많은 제약회사에서 신약에 대한 연구개발비가 매년 증가하고 있다. 연구개발비의 증가는 비단 부정적인 이벤트가 아니다. 신사업 및 신약에 대한 투자이며, 미래 성장을 위한 준비과정이라고 할 수 있다. 하지만, 지금 당장은 실적을 악화시킬 수도 있다. 많은 제약/바이오 회사들이 매년 연구개발비를 증가시키고 있으며, 이에 따라 이익 성장이 둔화되는 경우도 많다. 따라서 매출 및 이익이 꾸준히 큰 폭으로 성장하는 기업을 찾기가 쉽지 않다. 기존 본업이 크게 성장하지 않는 한 연구개발비로 인한 영업이익 성장이 쉽지 않기 때문이다. 그럼에도 불구하고 전년동기대비 영업이익이 10% 성장한 기업들을 정리하였으며, 안정적인 이익성장을 보여주는 기업으로 관심을 가질 필요가 있다고 판단된다.

[표 7] 상장제약사 연구개발비 증감 (단위: 억원)

상장 유형	연구개발비			매출 비중		
	당기 (6개월)	전년동기 (6개월)	증감	당기 (6개월)	전년동기 (6개월)	증감
코스피 상장제약사 평균	135	159	-15%	4%	6%	-1%
코스닥 상장제약사 평균	29	22	28%	40%	22%	18%

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[표 8] 영업이익 성장률이 10% 이상인 업체 (단위: 억원)

제약사	영업이익			영업이익률		
	당기 (6개월)	전년동기 (6개월)	증감 (%)	당기 (6개월)	전년동기 (6개월)	증감 (% pt.)
셀트리온제약	55	11	400.0%	6.8%	1.8%	5.0%
씨젠	92	29	217.2%	16.6%	5.9%	10.7%
대웅제약	354	139	154.7%	6.4%	2.8%	3.6%
녹십자셀	44	20	120.0%	23.5%	15.5%	8.0%
종근당홀딩스	477	266	79.3%	13.7%	10.4%	3.3%
보령제약	208	130	60.0%	8.5%	5.7%	2.7%
한미사이언스	85	54	57.4%	2.2%	1.6%	0.6%
유한양행	48	34	41.2%	0.7%	0.5%	0.2%
콜마비앤에이치	365	282	29.4%	16.4%	15.0%	1.3%
삼천당제약	153	128	19.5%	17.1%	15.7%	1.4%
동국제약	295	261	13.0%	12.8%	13.3%	-0.6%
덴티움	261	233	12.0%	21.4%	26.4%	-5.1%

*시총 4 천억이상 코스피/코스닥 상장사 중 전년반기대비 영업이익 성장률이 10% 이상인 업체
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

유한양행 (000100)

제약/바이오



서미화
Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	280,000원 (U)
현재주가 (9/10)	215,000원
상승여력	30%

시가총액	27,938억원
총발행주식수	13,013,303주
60일 평균 거래대금	112억원
60일 평균 거래량	47,774주
52주 고	265,500원
52주 저	160,283원
외인지분율	22.12%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.3)	(14.2)	(6.2)
상대	(6.8)	(11.3)	5.7
절대(달러환산)	(0.8)	(14.7)	(11.3)

본업보다 좋아진 신약 파이프라인

실적대비 안정적이었던 주가흐름

유한양행은 18년 2분기를 시작으로 5분기 연속 전망치를 하회하는 실적을 기록하였다. 하지만 절대수익률은 12개월 -6.2%, 1개월 기준 -2.3%로 타종목 대비 비교적 양호한 수치이다. 대형 품목의 약가인하, 원료의약품(API)의 성장둔화 등으로 본업 성장이 제한적일 것이 확실히 되고 있으나, 2018년 11월부터 2019년까지 연속적인 빅딜 발생으로 주가는 크게 하락하지 않았다.

2019년: 기술수익이 증가하는 신약 회사로 재탄생

2018년 하반기부터 2019년까지 이뤄졌던 빅딜은 3건이었다. **폐암치료제(레이저티닙)**: 폐암 1차 치료제 레이저티닙(YH25448)은 18년 11월 얀센에 기술이전되었다. 국내(유한양행) 및 글로벌(얀센) 임상을 진행할 예정으로, 얀센의 JNJ-372와 병용을 위한 글로벌 임상 1/2상 임상계획이 등록(8월 30일) 되었다. 병용요법임상은 내년 임상 2상, 단독요법은 빠르면 하반기 임상 3상이 개시될 예정이다. **NASH 치료제**: 1) 1월 7일, 길리어드 사이언스에 비알콜성 지방간염(NASH) 치료를 위한 2가지 약물표적에 작용하는 신약후보물질에 대한 글로벌 판권(한국 제외)을 이전하였다. 선도물질도출, 후보물질도출에 따른 마일스톤을 포함한 단계별 마일스톤이 꾸준히 유입될 것으로 보인다. 2) 7월 1일, 베링거인겔하임에 기술이전 된 GLP-1/FGF21은 제넥신 플랫폼 기술으로 만들어진 후보물질로 제넥신에 5% 수익을 배분한다. 독성시험 통과 시 약 120억원을 수취할 수 있는 약 1조 규모의 딜이다.

투자의견 Buy, 목표주가 28만원으로 상향

1) 2020년 기준 약 750억원의 계약금이 유입될 예정이며, 연내 YH25724(NASH 치료제)의 선도물질확보, 레이저티닙 임상 3상 개시에 따른 추가 마일스톤 수취 가능성도 존재한다. 2) 전문의약품 매출 성장은 애드파마의 개량신약을 포함한 ETC 다량 출시로 점차 회복될 것으로 기대된다. 단기간 3건의 기술이전으로 인한 신약 파이프라인에 가치 상승 등을 고려하여 목표주가 28만원(기존 목표주가 25만원)으로 상향조정하였다. 기존 PER를 이용한 valuation 방법에서 영업가치와 신약가치를 합산한 SOTP방법으로 변경하여 적용하였다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,198	10.9	16.8	3,995	5.1
영업이익	168	10,964.0	흑전	134	25.0
세전계속사업이익	258	64.2	141.9	299	-13.7
지배순이익	172	49.4	215.8	210	-17.8
영업이익률 (%)	4.0	+4.0 %pt	흑전	3.4	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	4.1	+1.1 %pt	+2.6 %pt	5.2	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	14,622	15,188	16,042	17,740
영업이익	887	501	319	631
지배순이익	1,090	575	531	655
PER	24.4	48.7	52.7	42.7
PBR	1.5	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.1	22.3	29.4	23.7
ROE	7.0	3.5	3.2	4.0

자료: 유안타증권

[표 1] 유한양행 분기 및 연간 실적 전망(연결) (단위: 억원)

사업			1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액			3,398	3,862	3,786	4,142	3,450	3,594	4,198	4,801	15,188	16,042	17,740
YoY			*-3.2%*	*8.8%*	*0.0%*	*9.8%*	*1.5%*	*-6.9%*	*10.9%*	*15.9%*	*3.9%*	*5.6%*	*10.6%*
약품사업	비처방		279	298	257	284	289	289	273	302	1,119	1,153	1,225
	YoY		*-1.4%*	*-5.0%*	*-11.8%*	*0.5%*	*3.3%*	*-3.0%*	*6.0%*	*6.3%*	*-4.5%*	*3.0%*	*6.3%*
	처방		2,388	2,505	2,563	2,717	2,236	2,246	2,683	2,937	10,173	10,102	10,984
	YoY		*9.3%*	*14.5%*	*3.1%*	*6.5%*	*-6.4%*	*-10.3%*	*4.7%*	*8.1%*	*8.1%*	*-0.7%*	*8.7%*
	특목	AHC	36	40	38	44	42	48	38	44	156	172	176
		원료	13	18	14	8	16	13	15	8	54	52	54
	연결대상매출		74	65	77	109	93	96	85	119	325	394	394
	소계		2,704	2,831	2,849	3,026	2,613	2,633	3,035	3,352	11,410	11,633	12,595
	YoY		*8.8%*	*12.2%*	*1.7%*	*5.4%*	*-3.4%*	*-7.0%*	*6.5%*	*10.8%*	*6.8%*	*2.0%*	*8.3%*
생활용품			249	356	329	274	212	348	351	292	1,208	1,203	1,281
YoY			*0.1%*	*8.2%*	*-1.2%*	*9.3%*	*-14.9%*	*-2.2%*	*6.7%*	*6.5%*	*4.0%*	*-0.4%*	*6.5%*
해외사업	수출		400	620	553	788	483	538	586	803	2,361	2,410	2,458
	YoY		*-46.1%*	*-4.0%*	*-9.6%*	*29.9%*	*20.5%*	*-5.0%*	*6.0%*	*2.0%*	*-9.4%*	*2.1%*	*2.0%*
	유한화학		294	502	421	672	392	400	429	685	1,888	1,907	1,945
	YoY		*-42.7%*	*7.1%*	*-6.1%*	*42.0%*	*33.6%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*-0.8%*	*1.0%*	*2.0%*
	소계		414	638	570	795	483	538	586	803	2,418	2,410	2,458
	YoY		*-44.7%*	*-4.1%*	*-8.5%*	*28.1%*	*16.6%*	*-15.8%*	*2.9%*	*1.0%*	*-9.1%*	*-0.3%*	*2.0%*
라이선스수익							94	19	187	307		606	748
기타	임대,수탁		31	37	39	46	48	56	39	47	153	191	658
	YoY		*12.2%*	*15.4%*	*21.9%*	*60.8%*	*53.6%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*27.3%*	*24.5%*	*245.2%*
영업이익			253	166	2	77	61	-54	168	144	501	319	631
YoY			*-28.7%*	*-19.9%*	*-99.3%*	*-26.5%*	*-76.0%*	*-132.6%*	*10963.9*	*87.0%*	*-43.5%*	*-36.4%*	*98.1%*
영업이익률			*7.5%*	*4.3%*	*0.0%*	*1.9%*	*1.8%*	*-1.5%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.3%*	*2.0%*	*3.6%*
당기순이익			211	166	109	97	157	57	176	154	583	543	675
YoY			*-28.5%*	*-48.8%*	*-59.1%*	*-54.5%*	*-25.7%*	*-65.6%*	*61.3%*	*58.0%*	*-47.0%*	*-6.8%*	*24.3%*

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 유한양행 기술이전 계약 내용(2018-2019 년) (단위: 달러)

품목	계약상대방	대상지역	계약체결일	총계약금액	수취금액	진행단계	계약금 인식방법	수익 배분
YH14618	스파인바이오파마	전세계	2018.07.26	218,150,000	650,000	국내 임상2a 종료 미국 IND 준비 중	일시 인식	엔솔바이오사이언스
레이저티닙	얀센 바이오테크	(한국제외)	2018.11.03	1,255,000,00	50,000,000	국내 임상 2상	분할 인식	제노스코(40%)
NASH 치료제	길리어드 사이언스		2019.01.06	785,000,000	15,000,000	국내 비임상	분할 인식	
GLP-1/FGF21 (YH25724)	베링거인겔하임		2019.07.01	870,000,000	30,000,000	국내 비임상	분할 인식	제넥신(5%)

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 유한양행 주요 파이프라인 임상 진행 상황

물질명	기술이전사	적응증	임상조건	2H19	1H20	2H20
레이저티닙	얀센	비소세포성폐암	단독	임상 2상 결과(폐암학회) (글로벌)3상 개시	(국내)조건부허가 신청	(국내)출시
			병용	(국내)임상 1b 완료 (글로벌) 1/2상 개시	임상 2상	임상 3상
NASH 치료제	길리어드	NASH	-	비임상		임상 1상 개시
GLP-1/FGF21 (YH25724)	베링거인겔하임	NASH	-	비임상 독성시험		임상 1상 개시

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 유한양행 기술이전 파이프라인 마일스톤 수취 예상 시점

		1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
얀센	레이저티닙														
길리어드	NASH														
베링거인겔하임	GLP-1/FGF21														

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 유한양행 투자 기업 리스트

투자회사	최초투자일자	취득금액	사업내용	투자목적	상장여부
㈜바이오니아	2015.09	100억	siRNA	파이프라인 확충	코스닥 상장
㈜코스온	2015.11	400억	화장품	사업협력 강화	코스닥 상장
㈜제넥신	2015.12/2018.5	330억	hyFc	파이프라인 확충	코스닥 상장
이엠텍	2015.12	20억	보청기	사업영역 확대	코스닥 상장
이뮨온시아	2016.03	120억	면역항암제	해외 조인트벤처(JV)-면역항암제 개발	비상장
파멥신	2016.04	30억	항체신약	파이프라인 확충	코스닥 상장
SORRENTO	2016.04	1000만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장
NeoImmuneTech	2016.07	300만불	hyFc	파이프라인 확충	비상장, 미국
GENOSCO	2016.08	670만불	표적항암제	파이프라인 확충	비상장, 미국
㈜씨앤씨	2016.11	25억	오랄케어	사업협력 강화	비상장
㈜바이오포아	2017.03	50억	축산 백신	사업협력 강화	비상장
㈜워랜텍	2017.03	40억	임플란트	사업협력 강화	비상장
㈜유한필리아	2017.04	70억	뷰티사업	사업영역 확대	비상장
애드파마㈜	2017.11	50억	개량신약	파이프라인 확충	비상장
칭다오 세브란스병원	2018.02	200억	병원사업	중국 진출 교두보 마련	비상장
Yuhan USA	2018.03	20억	미국진출	글로벌 임상 및 License in/out 목적	비상장
Yuhan Uzbekistan	2018.03	11억	의약품 판매	글로벌 진출	비상장
브릿지바이오㈜	2018.05	20억	바이오 신약 개발	공동연구개발	비상장
㈜굳티셀	2018.07	50억	암/면역질환 치료제 개발	파이프라인 확충	비상장
메디파트너	2019.03	30억	치과용 네트워크 플랫폼	사업협력 강화	비상장
신테카바이오	2019.06	50억	신약개발 AI	사업협력 강화 및 파이프라인 확충	비상장
아임뉴런 바이오사이언스	2019.06	60억	뇌질환 및 유전자 치료제	파이프라인 확충	비상장
Yuhan ANX(호주법인)	2019.06	20억	호주진출	글로벌 임상 및 파이프라인 확충	비상장

자료: 유한양행(2019 년 6 월말 기준), 유안타증권 리서치센터

[표 6] 유한양행 SOTP valuation (단위: 십억원)

		2020F EBITDA	EV/EBITDA(상위 5개 제약사 평균)
A. 영업가치	1,749	108	16.2
B. 영업외가치(a+b)	1,644		
a. 자회사 가치(장부가액 적용)	406		
유한킴벌리	276		
유한크로락스	15		
한국얀센	16		
유칼릭스	4		
기타 투자자산가치	96		
b. 신약가치	1,237		
레이저티닙(YH25448)	1,237		
C. 순현금	251		
기업가치(A+B+C)	3,643		
보통주주식수(1,000)	13,013		
적정주가(원)	279,974		

자료: 유안타증권 리서치센터

유한양행 (000100) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**14,622**	**15,188**	**16,042**	**17,740**	**19,641**
매출원가	10,376	11,050	11,300	12,267	13,651
매출총이익	4,246	4,138	4,743	5,473	5,991
판관비	3,359	3,637	4,424	4,842	5,107
영업이익	**887**	**501**	**319**	**631**	**884**
EBITDA	1,409	1,091	876	1,090	1,282
영업외손익	562	393	505	361	446
외환관련손익	-144	-14	22	3	3
이자손익	47	96	79	73	158
관계기업관련손익	465	317	348	284	284
기타	195	-6	56	0	0
법인세비용차감전순손익	1,449	894	824	993	1,330
법인세비용	353	311	281	318	426
계속사업순손익	1,096	583	543	675	905
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,096	583	543	675	905
지배지분순이익	**1,090**	**575**	**531**	**655**	**878**
포괄순이익	1,057	795	316	319	549
지배지분포괄이익	1,051	782	316	328	563

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**10,695**	**11,110**	**11,380**	**12,036**	**13,959**
현금및현금성자산	2,566	2,413	1,169	1,054	2,076
매출채권 및 기타채권	2,933	3,561	4,492	4,912	5,424
재고자산	2,712	2,489	3,276	3,628	4,017
비유동자산	10,252	10,629	10,211	9,770	9,390
유형자산	3,554	3,433	3,100	2,681	2,313
관계기업등 지분관련자산	3,726	3,997	4,071	4,088	4,106
기타투자자산	1,454	1,516	1,428	1,428	1,428
자산총계	**20,947**	**21,738**	**21,591**	**21,807**	**23,349**
유동부채	2,763	3,497	3,093	3,238	4,131
매입채무 및 기타채무	1,730	1,742	1,943	2,100	3,005
단기차입금	32	13	184	172	160
유동성장기부채	153	471	120	120	120
비유동부채	2,120	1,724	1,939	1,937	1,935
장기차입금	1,153	702	701	699	697
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**4,883**	**5,221**	**5,032**	**5,175**	**6,066**
지배지분	16,000	16,417	16,459	16,531	17,182
자본금	595	622	651	651	651
자본잉여금	1,177	1,139	1,119	1,119	1,119
이익잉여금	14,933	15,354	15,614	16,042	16,693
비지배지분	63	101	101	101	101
자본총계	**16,063**	**16,517**	**16,559**	**16,632**	**17,283**
순차입금	**-3,678**	**-3,565**	**-2,275**	**-2,174**	**-3,210**
총차입금	1,338	1,186	1,044	1,030	1,016

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,261**	**935**	**-806**	**-87**	**702**
당기순이익	1,096	583	543	675	905
감가상각비	500	548	511	419	368
외환손익	48	-6	-26	-3	-3
종속,관계기업관련손익	-481	-317	-348	-284	-284
자산부채의 증감	-454	-591	-1,960	-1,203	-584
기타현금흐름	552	717	475	311	302
투자활동 현금흐름	**-422**	**-582**	**-18**	**-2**	**-2**
투자자산	-13	-451	-163	-17	-17
유형자산 증가 (CAPEX)	-568	-460	-197	0	0
유형자산 감소	1	25	1	0	0
기타현금흐름	157	305	342	16	16
재무활동 현금흐름	**-682**	**-514**	**-448**	**-261**	**-261**
단기차입금	-512	-19	171	-12	-12
사채 및 장기차입금	-154	-153	-352	-2	-2
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-207	-219	-231	-231	-231
기타현금흐름	192	-122	-37	-16	-16
연결범위변동 등 기타	-40	8	28	234	583
현금의 증감	**118**	**-153**	**-1,243**	**-116**	**1,022**
기초 현금	2,449	2,566	2,413	1,170	1,054
기말 현금	2,566	2,413	1,170	1,054	2,076
NOPLAT	**887**	**501**	**319**	**631**	**884**
FCF	**171**	**-134**	**-1,390**	**-316**	**415**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	8,379	4,417	4,077	5,037	6,750
BPS	134,649	138,273	138,484	139,093	144,570
EBITDAPS	11,839	8,768	6,729	8,372	9,851
SPS	112,366	116,713	123,277	136,320	150,930
DPS	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911
PER	**24.4**	**48.7**	**52.7**	**42.7**	**31.9**
PBR	**1.5**	**1.6**	**1.6**	**1.5**	**1.5**
EV/EBITDA	**16.1**	**22.3**	**29.4**	**23.7**	**19.4**
PSR	**1.8**	**1.8**	**1.7**	**1.6**	**1.4**

재무비율

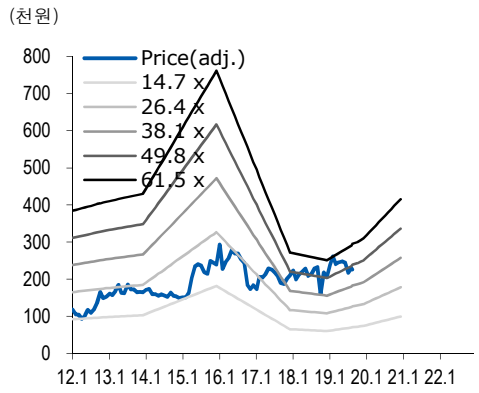
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**10.7**	**3.9**	**5.6**	**10.6**	**10.7**
영업이익 증가율 (%)	**-9.3**	**-43.5**	**-36.4**	**98.1**	**40.0**
지배순이익 증가율 (%)	**-32.4**	**-47.3**	**-7.7**	**23.6**	**34.0**
매출총이익률 (%)	29.0	27.2	29.6	30.9	30.5
영업이익률 (%)	**6.1**	**3.3**	**2.0**	**3.6**	**4.5**
지배순이익률 (%)	7.5	3.8	3.3	3.7	4.5
EBITDA 마진 (%)	9.6	7.2	5.5	6.1	6.5
ROIC	10.1	4.7	2.7	4.9	7.0
ROA	5.3	2.7	2.4	3.0	3.9
ROE	**7.0**	**3.5**	**3.2**	**4.0**	**5.2**
부채비율 (%)	30.4	31.6	30.4	31.1	35.1
순차입금/자기자본 (%)	-23.0	-21.7	-13.8	-13.1	-18.7
영업이익/금융비용 (배)	19.2	13.7	10.0	20.6	29.2

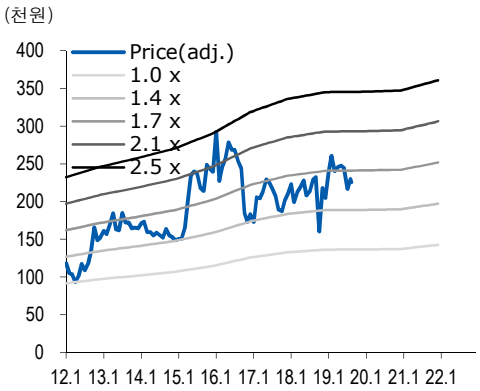
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

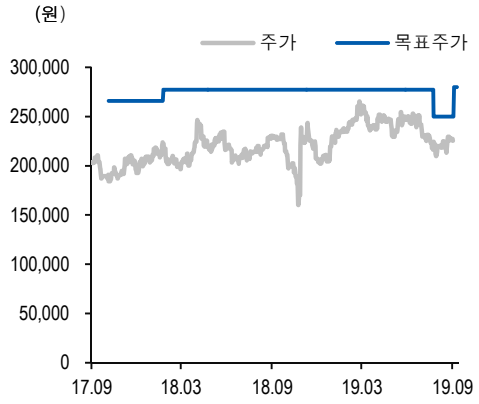
P/E band chart



P/B band chart



유한양행 (000100) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-11	BUY	280,000	1년		
2019-08-01	BUY	250,000	1년	-11.71	-8.20
2018-10-31	BUY	277,506	1년	-15.20	-4.33
2018-10-31	BUY	229,660	1년		-2146826273
2018-08-31	1년 경과 이후		1년	-19.29	-12.74
2017-08-31	BUY	265,917	1년	-20.78	-7.34

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

한올바이오파마 (009420)

제약/바이오



서미화
Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	42,000원 (M)
현재주가 (9/10)	27,000원
상승여력	56%

시가총액	14,105억원
총발행주식수	52,240,638주
60일 평균 거래대금	69억원
60일 평균 거래량	266,492주
52주 고	39,650원
52주 저	22,300원
외인지분율	7.42%
주요주주	대웅제약 외 1 인 30.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.0	(1.3)	(12.1)
상대	6.8	2.0	(0.9)
절대(달러환산)	13.7	(1.9)	(16.8)

4분기 기대되는 임상 결과들

제약회사에서 신약회사로 변신 중

2016년까지 영업적자를 기록하던 한올바이오파마는 2017년 기술수출 시점을 계기로 영업이익을 시현하기 시작하였다. 기술수출이 실적개선으로 연결되고 2019년은 전년대비 210.3% 증가한 영업이익을 시현할 것으로 기대된다. 적자회사가 기술수출을 통해 영업이익을 내고, 또 다른 새로운 파이프라인 연구를 시작하는 선순환 사이클의 본보기가 되고 있다.

하반기 기대되는 임상 결과들

HL161(자가면역질환치료제): 현재 개발 중인 peer 그룹과는 차별화되는 SC제형으로 개발 중이다. 3가지 희귀자가면역질환(중증근무력증, 그레이브스안병증, 온난항체 용혈성빈혈) 적응증으로 임상 2상 개시 및 개시 예정이다. 중증근무력증 임상 2상 Topline결과는 올해 연말 또는 내년 초 도출가능할 것으로 보인다. Peer 기업인 Argenx가 2017년 임상 2상 결과를 발표하며 주가가 오른 것(+78.9%)을 감안하면 좋은 데이터에 따른 주가 상승도 기대할 수 있을 것으로 보인다.
HL036(안구건조증치료제): 19년 3월부터 임상 2상과 동일 디자인으로 임상 3상 개시되어, 1일 2회 투약하며 8주 점안한다. 현재 630명 중 약 400명 환자가 등록(8월말 기준)되었으며, 3Q19 투약완료 및 12월 Topline 결과 도출 예정이다. 첫번째 임상 3상 종료는 1H20 예상된다. 2) 적응증 확대: 포도막염치료제로 동물 대상 독성시험을 수행하였으며, 1H20 임상 1상 개시가 예상된다. 3) 3분기 중국 하버바이오메드 임상 2상 Topline결과가 도출될 예정으로 중국 임상결과를 통해 글로벌 임상 3상 성공 가능성을 예측해 볼 수 있을 것으로 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 42,000원 유지

동사의 투자포인트는 1) 신약 파이프라인의 기술수익료 수취로 인한 실적 개선(19년 143억원의 기술수익료, 영업이익 YoY +210.3% 성장이 예상 됨) 2) HL161(자가면역질환치료제)의 일본 판권 이전에 대한 가능성, 3) 하반기 HL161(다른 희귀자가면역질환) 및 HL036(포도막염)의 적응증 확대, 4) 최근 화학의약품임에도 불구하고 6조원에 노바티스에 인수된 안구건조증 치료제 자이드라 사례를 통해 안구건조증 시장의 가능성이 한번 더 확인된 것이다. 투자의견 BUY, 목표주가 42,000원, 제약/바이오 업종 내 Top-pick으로 제시한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	277	15.7	-7.0	274	1.1
영업이익	42	98.2	-40.4	41	1.0
세전계속사업이익	47	85.5	-12.4		
지배순이익	37	45.3	-12.3	44	-17.6
영업이익률 (%)	15.0	+6.2 %pt	-8.4 %pt	15.0	0
지배순이익률 (%)	13.2	+2.7 %pt	-0.8 %pt	16.2	-3.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	842	918	1,082	1,205
영업이익	35	55	170	259
지배순이익	58	33	143	233
PER	118.8	475.7	103.5	63.2
PBR	6.0	13.3	11.0	9.3
EV/EBITDA	104.2	199.5	38.0	41.9
ROE	5.3	2.9	11.5	16.2

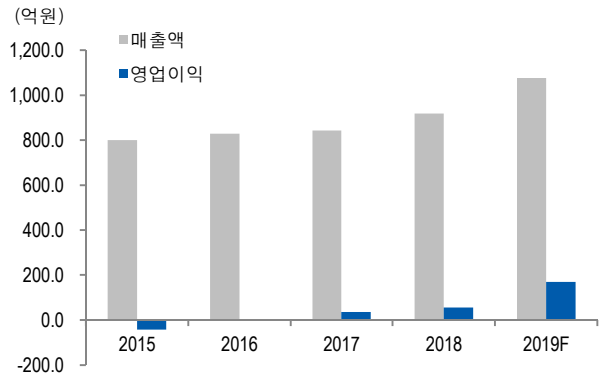
자료: 유안타증권

[표 1] 한올바이오파마의 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	220.9	225.4	239.8	232.4	245.0	298.2	277.4	261.3	918.4	1,081.9	1,205.5
YoY	*15.6%*	*9.4%*	*-2.4%*	*16.5%*	*10.9%*	*32.3%*	*15.7%*	*12.5%*	*9.0%*	*17.8%*	*11.4%*
의약품 판매	194.9	192.2	211.2	208.3	210.6	217.6	222.8	217.5	806.6	868.4	894.8
기술료 수익	17.0	17.0	17.0	10.2	26.5	58.3	34.6	23.1	61.2	142.5	225.4
기타 (수탁, 수출 등)	9.0	16.2	11.6	13.8	8.0	22.3	20.0	20.7	50.6	71.0	85.3
영업이익	2.8	16.1	21.3	14.6	25.5	70.1	41.6	32.7	54.7	169.9	258.7
YoY	*흑전*	*526.1%*	*3.5%*	*-29.7%*	*821.3%*	*336.4%*	*95.2%*	*123.7%*	*54.6%*	*210.3%*	*52.3%*
영업이익률	*1.3%*	*7.1%*	*8.9%*	*6.3%*	*10.4%*	*23.5%*	*15.0%*	*12.5%*	*6.0%*	*15.7%*	*21.5%*
당기순이익	7.2	27.0	25.5	(26.7)	33.0	41.9	36.6	31.0	33.0	142.5	233.4
YoY	*흑전*	*443.6%*	*-5.5%*	*적전*	*360.0%*	*55.2%*	*43.5%*	*흑전*	*-43.2%*	*331.8%*	*63.8%*

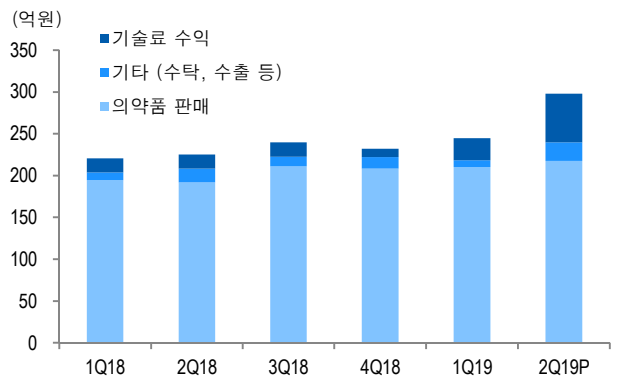
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한올바이오파마 연간 실적추이



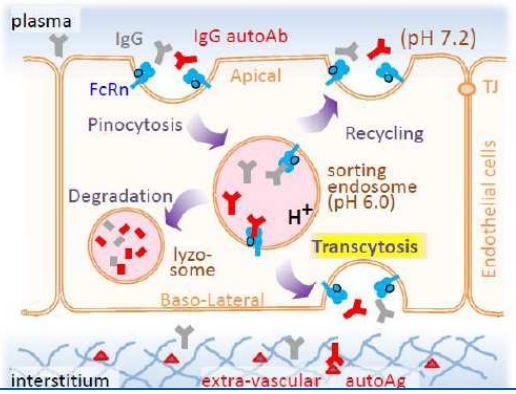
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한올바이오파마 분기별 실적추이



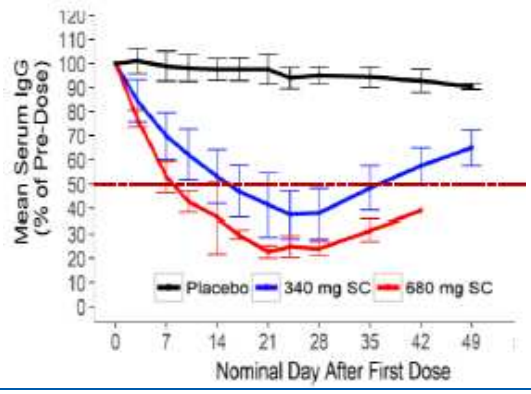
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] FcRn 저해제의 기전



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] HL161 임상 1 상 MAD(multi ascending dose) 결과



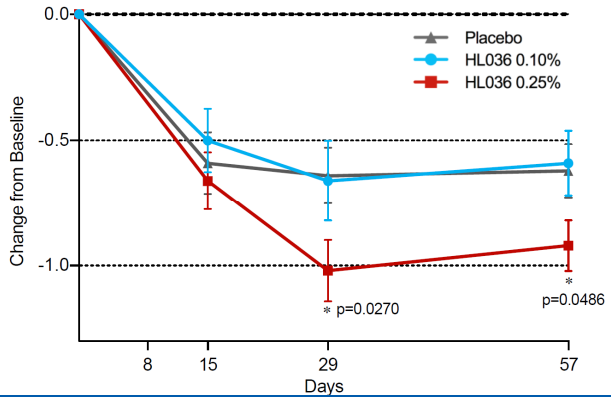
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] HL036(안구건조증 치료제)의 원리



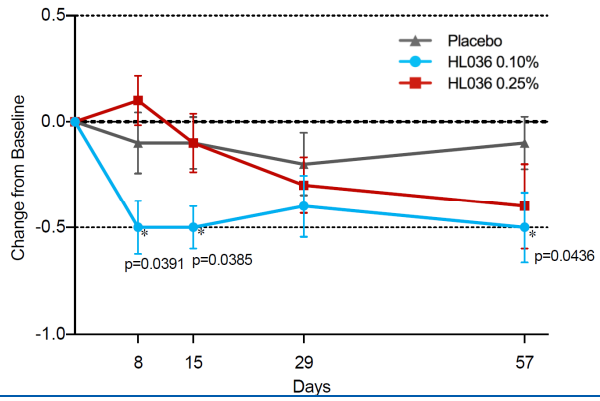
자료: 대웅제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] HL036 임상 2 상 결과(Sign)



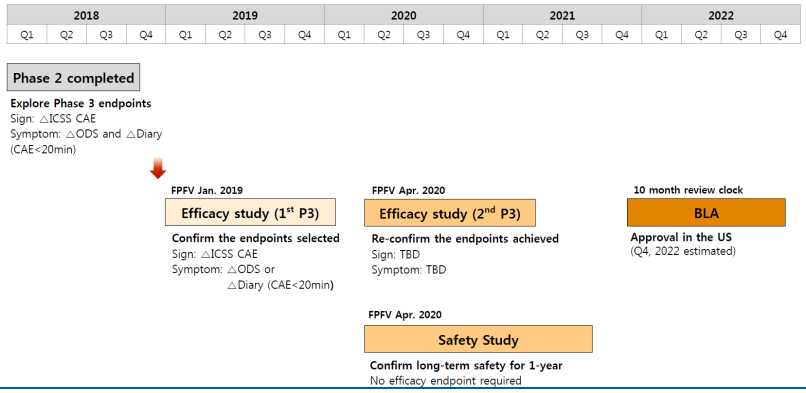
자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] HL036 임상 2 상 결과(Symptom)



자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] HL036 임상 3 상 시험 타임라인



자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한올바이오파마의 신약 파이프라인

구 분	과제명	적응증	Approval	파트너
면역질환	HL036	안구건조증	임상 3상	대웅제약, HBM
	HL161	자가면역질환	임상 2상	로이반트, HBM
	HL189	비감염성 포도막염	전임상	
	HL190	황반변성	후보물질탐색	
항암제	IM156	대사조절 항암제	임상 1상	이뮤노멧
	HL186	면역항암제(콤비)	후보물질탐색	대웅제약
	HL187	면역항암제(콤비)	후보물질탐색	대웅제약

자료: 한올바이오파마, 유안타증권 리서치센터

한올바이오파마 (009420) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**842**	**918**	**1,082**	**1,205**	**1,205**
매출원가	416	428	437	459	459
매출총이익	427	490	645	747	747
판관비	392	435	475	488	488
영업이익	**35**	**55**	**170**	**259**	**259**
EBITDA	56	75	346	311	311
영업외손익	-9	-15	3	41	76
외환관련손익	-2	8	6	11	11
이자손익	9	19	18	30	65
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-16	-42	-21	0	0
법인세비용차감전순손익	26	40	173	299	335
법인세비용	-32	7	31	66	74
계속사업순손익	58	33	143	233	261
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	58	33	143	233	261
지배지분순이익	**58**	**33**	**143**	**233**	**261**
포괄순이익	63	52	147	239	266
지배지분포괄이익	63	52	147	239	266

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**1,382**	**1,283**	**1,358**	**1,611**	**1,967**
현금및현금성자산	381	212	155	297	653
매출채권 및 기타채권	190	173	247	314	314
재고자산	165	155	155	199	199
비유동자산	304	340	238	234	230
유형자산	134	138	0	0	0
관계기업등 지분관련자산	1	1	1	1	1
기타투자자산	18	61	120	120	120
자산총계	**1,686**	**1,622**	**1,597**	**1,845**	**2,198**
유동부채	528	218	238	248	339
매입채무 및 기타채무	161	121	187	197	289
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	47	236	41	41	41
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**575**	**454**	**279**	**289**	**380**
지배지분	1,111	1,169	1,318	1,557	1,818
자본금	261	261	261	261	261
자본잉여금	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
이익잉여금	-245	-214	-71	163	423
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,111**	**1,169**	**1,318**	**1,557**	**1,818**
순차입금	**-956**	**-894**	**-950**	**-1,091**	**-1,448**
총차입금	0	0	1	1	1

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**421**	**-30**	**462**	**350**	**571**
당기순이익	58	33	143	233	261
감가상각비	15	14	171	48	48
외환손익	2	1	-4	-11	-11
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	328	-172	38	-37	157
기타현금흐름	19	94	114	116	116
투자활동 현금흐름	**-131**	**-138**	**-200**	**-48**	**-48**
투자자산	0	-221	-169	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-19	-31	-48	-48
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-117	102	-1	0	0
재무활동 현금흐름	**6**	**0**	**-2**	**-2**	**-2**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	6	0	-2	-2	-2
연결범위변동 등 기타	-2	-1	-316	-159	-164
현금의 증감	**293**	**-169**	**-57**	**141**	**356**
기초 현금	88	381	212	155	297
기말 현금	381	212	155	297	653
NOPLAT	**78**	**55**	**170**	**259**	**259**
FCF	**410**	**-125**	**323**	**169**	**362**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	110	64	273	447	500
BPS	2,171	2,284	2,575	3,042	3,551
EBITDAPS	108	143	662	595	594
SPS	1,612	1,758	2,071	2,308	2,308
DPS	0	0	0	0	0
PER	**118.8**	**475.7**	**103.5**	**63.2**	**56.6**
PBR	**6.0**	**13.3**	**11.0**	**9.3**	**8.0**
EV/EBITDA	**104.2**	**199.5**	**38.0**	**41.9**	**40.8**
PSR	**8.1**	**17.3**	**13.6**	**12.2**	**12.2**

재무비율

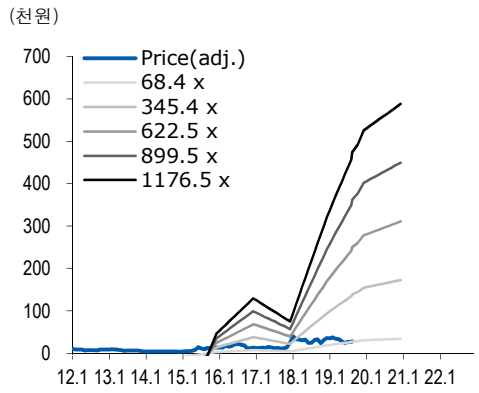
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**1.6**	**9.0**	**17.8**	**11.4**	**0.0**
영업이익 증가율 (%)	**998.8**	**58.2**	**208.7**	**52.2**	**0.0**
지배순이익 증가율 (%)	**179.7**	**-42.1**	**328.0**	**63.6**	**11.8**
매출총이익률 (%)	50.7	53.4	59.6	62.0	62.0
영업이익률 (%)	**4.1**	**6.0**	**15.7**	**21.5**	**21.5**
지배순이익률 (%)	6.8	3.6	13.2	19.4	21.6
EBITDA 마진 (%)	6.7	8.2	32.0	25.8	25.8
ROIC	23.7	18.5	47.2	71.1	70.8
ROA	3.9	2.0	8.9	13.6	12.9
ROE	**5.3**	**2.9**	**11.5**	**16.2**	**15.5**
부채비율 (%)	51.7	38.8	21.2	18.5	20.9
순차입금/자기자본 (%)	-86.0	-76.5	-72.1	-70.1	-79.7
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	2,467.6	9,590.4	9,590.4

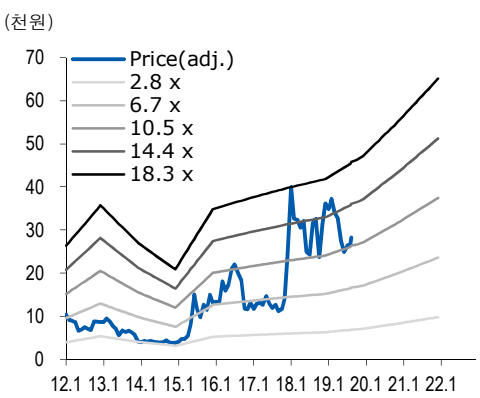
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

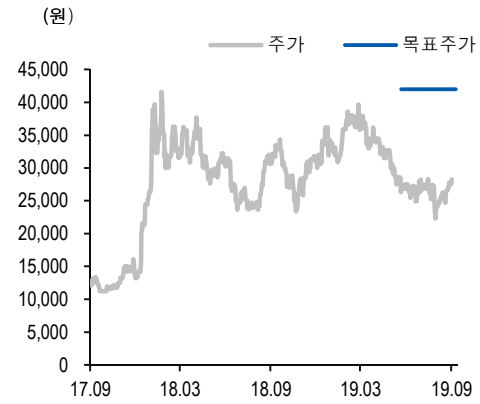
P/E band chart



P/B band chart



한올바이오파마 (009420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-11	BUY	42,000	1년		
2019-05-30	BUY	42,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-09-08

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.