

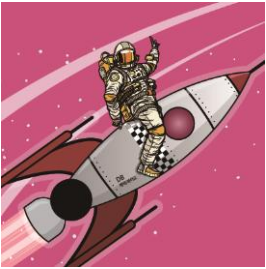
2019.10.08

사천기를 넘어서 바이오 유망주!

ANALYST 구자용



Summary



제약 바이오 섹터에 대한 비중확대가 필요한 시기다. 섹터지수는 고점대비 절반 수준으로 떨어져 고평가 우려가 나오기 힘든 수준이 되었다. 기대를 모았던 임상 3상 단계의 파이프라인들이 부정적인 결과를 발표했음에도 시장은 이를 불확실성 해소로 평가한다. 부정적인 결과는 섹터 전체에 영향을 주지 않고 기업에 한정되어 반영된다. 국내 바이오 투자에서 경계해야 할 것이 맹목적 신뢰라는 것을 경험하면서 투자자도 기업도 성숙해지고 있다.

바닥권으로 인식되는 최근 바이오 섹터의 특징은 1) 이벤트에 민감하고 2) 기업 선별적으로 이벤트에 반응한다는 점이다. 이런 상황에서는 더욱 바이오 기업의 펀더멘탈을 중심으로 투자 접근이 필요하다. 기존 투자 행태처럼 항암제, 면역항암제, 병용투여, 세포치료, 플랫폼이라는 키워드로 접근을 한다면 단기수익률에 도움이 될 수도 있지만 투자 대비 회수율이 높은 바이오 투자의 보람을 느끼기 어렵다. 섹터의 반동을 기다리기보다는 기업역량 대비 저평가, 이벤트 발생 가능 기업에 대한 관심이 필요한 때다.

바이오 기업의 펀더멘탈은 각 분야의 전문성에 있다. 신약이 개발되는 과정은 연구, 임상, 생산, 허가, 영업마케팅으로 단계를 구분할 수 있다. 글로벌 제약사에 기술수출에 성공한 기업, 선진국 바이오시밀러 시장의 플레이어가 된 기업, 기술수출 전 바이오 기업, 선진국에서 신약 허가에 성공한 기업은 신약 사업의 각 단계별 경험치가 다르고 넘어야 할 hurdles도 다르다. 바이오 기업을 평가할 때에는 각 기업의 사업모델에 맞게 단계별 전문가가 있는지 확인하고 투자해야 한다.

기술수출 대상, 파이프라인의 경쟁력, 개발 인력의 전문성을 바탕으로 투자 가치가 있다고 판단되는 한올바이오파마와 알테오젠을 추천한다. 한올바이오파마는 글로벌 제약사 출신 인력들이 포진된 Roivant에 기술수출을 완료했고, 개발중인 HL161은 경쟁약품 대비 투약형태 및 효과, 안전성 측면에서 장점이 있다. 최근 기술수출 대상인 Immunovant(Roivant)가 SPAC 상장을 통해 1,500억원 가까운 현금을 확보하게 된 것도 임상진행이 순조롭게 진행될 기반이 된다.

알테오젠은 제형 변경에 대한 원천 기술을 보유하고 있으며, 최근 CMO를 통해 생산시설을 확보했기 때문에 5월달에 진행한 옵션계약이 본계약으로 진행될 가능성이 높다고 판단된다. 알테오젠의 기술은 기 출시된 약물에 적용하여 제형 변경을 하기 때문에 상용화까지 소요시간이 짧고, 확장성이 높기 때문에 상용화가 가시화 될 경우 경쟁사 기술을 활용하는 기업의 경쟁기업들이 주요 고객이 될 수 있다.

Contents

I. 전체 요약 주요 내용 및 도표.....	4
II. K-BIO의 상황은?.....	7
바이오를 모르는 사람도 바닥인가 생각해보는 시기.....	7
지금 바이오의 특징은 1) 이벤트에 민감, 2) 너는 너, 나는 나.....	11
III. 투자 기업 선별의 방법.....	14
예상할 수 있는 허들은 미리 대비하자.....	14
기업의 경험에 따라 달라질 허들의 종류.....	16
IV. 반등의 조건.....	17
숫자로 보여 줄 주도주가 나타난다.....	17
경쟁력 있는 파이프라인 이벤트 발생.....	18
V. Coverage Recommendation	20
한울바이오파마(009420).....	20
목표주가 38,000 원 매수로 분석 개시.....	21
시장성을 고려한 의약품 개발 노력.....	22
기술수출로 이어진 R&D 성과.....	23
제품력과 개발속도 모두 경쟁력이 있다.....	24
2019 실적 전망.....	29
알테오젠(196170).....	31

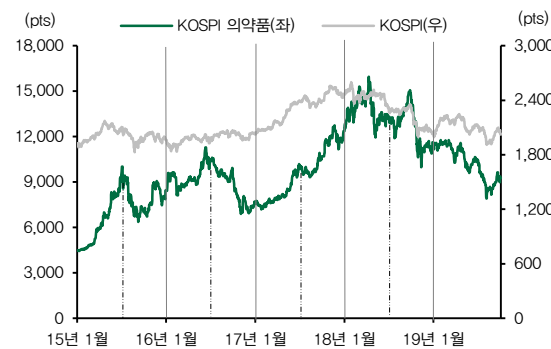
I. 전체요약 주요 내용 및 도표

KOSPI 의약품 지수는 주도주가 동력을 잃고 섹터 내 연이은 악재가 발생하면서 18년 4월 고점대비 40% 이상 하락, 연초대비 20% 하락했다. 본격적으로 대형 기술수출이 시작된 15년 6월 시기의 주가 수준에 가까워 지면서 바닥론 분위기가 형성되고 있다. 최근 주가는 긍정적 뉴스에 민감하게 반응하면서 기업 선별적으로 움직이고 있고, 부정적 뉴스에 대해서는 섹터 불확실성 해소로 받아들이는 모습이다. 투자기업 선별이 중요한 시기가 되었다.

믿을 만한 투자 대상을 찾기 위해서는 각 기업의 사업모델에 따라 만나게 될 hurdles을 구분하고, 단계별 hurdles을 넘을 수 있는 역량이 있는지를 확인할 필요가 있다. 선진국을 대상으로한 연구(물질탐색), 개발(임상시험), 생산, 허가, 영업마케팅 단계별 관련 전문성을 보유하고 있는지 여부가 성공 가능성을 판단하는 지표가 된다. 기술 수출 기업은 수출 대상, 바이오시밀러 기업은 시장에 대한 이해, 기술 수출 전 신약 기업은 임상마케팅 전문가, 신약 허가 경험 있는 기업은 시장에 대한 이해와 네트워크가 중요하다.

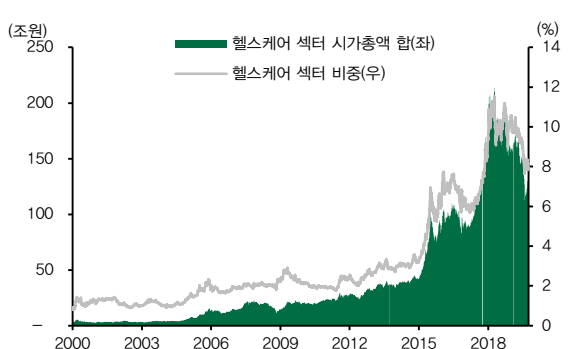
우리가 기대하는 것은 국내 신약이 매출액 1B\$ 이상의 블록버스터가 되어 전세계에서 판매되는 모습이다. 뇌전증치료제로 FDA 허가를 앞두고 있는 SK바이오팜이 기술성과 시장성 모두를 갖춘 국내 바이오 기업으로 섹터 반등의 주도주가 될 것으로 기대한다. 상장 기업 중에는 기술수출 대상, 파이프라인의 경쟁력, 개발 인력의 전문성을 바탕으로 투자 가치가 있다고 판단되는 한올바이오파마와 알테오젠을 추천한다. 한올바이오파마는 목표주가 38,000원, 매수 의견으로 분석을 개시한다.

도표 1. KOSPI, KOSPI 의약품 지수



자료: Dataguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 2. 헬스케어 섹터 시가총액 추이



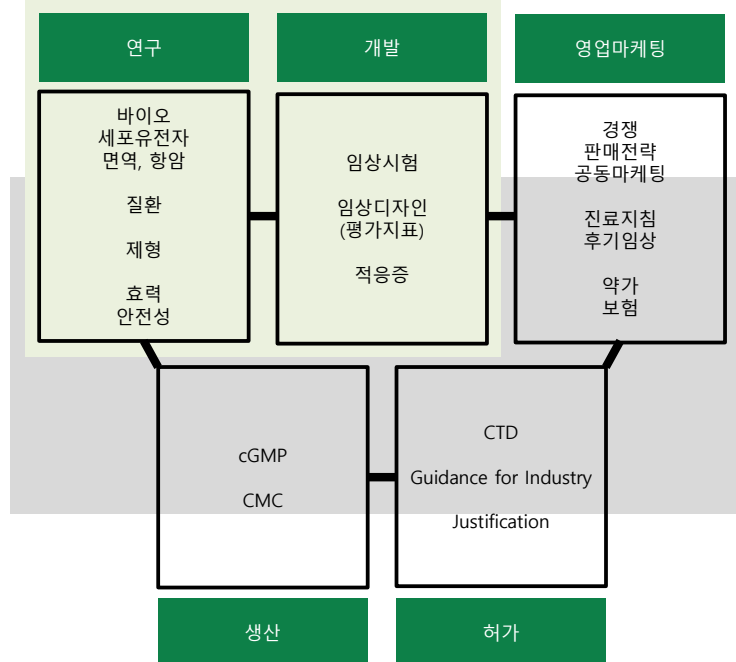
자료: Dataguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 3. 최근 부정적 이벤트 발생 이후, 관련 기업 4개사를 제외한 제약바이오 시총 추이



자료: DB금융투자

도표 4. 신약 개발 과정의 기본적인 키워드



자료: DB금융투자

도표 5. 1H20까지 주요 Event 예상

	4Q19E	1Q20E	2Q20E
SK바이오팜	(11/21) Cenobamate FDA 승인		
녹십자	IVIG-SN 10%, FDA와 Pre-BLA 미팅	현터라제 중국 승인	
대웅제약	(10/01) 누시바 유럽 승인		(06/05) ITC 예비판결
메디톡스	(09/26) 중국 NMPA 승인		(06/05) ITC 예비판결
메지온	(11/16) AHA 유데나필 3상 발표 유데나필 FDA NDA 신청		
삼성바이오로직스	SB8(아바스틴 BS) BLA 신청	온트루잔트 미국 출시	
셀트리온	램시마SC 유럽 승인(류머티스 관절염) 트룩시마 미국 출시	허주마 미국 출시	(6월) CT-P17(휴미라 BS) 3상 종료
신라젠	사노피, 리제네론 병용 1b상 발표		
알테오젠	ALT-B4 기술계약		ALT-B4 임상시료 공급
엔지켐생명과학	(11/11) AASLD EC18 NASH 전임상 발표		
유한양행			YH25724 1상 개시
이수엘지스	ISU304 임상 2b 발표		
파맵신	올린바시맵 & 키트루다 병용 호주 1b/2상 중간결과 오락솔 3상 탐라인 발표	HM15211 미국 1상 발표	
한미약품	포지오티닙 2상 중간 발표 롤론티스 FDA 허가 재신청 HM15211 임상 1상 발표		
한울바이오파마	HL036 3상 탐라인 발표	HL161 중증근무력증 탐라인 발표	
헬릭스미스		VM202 미국 임상 재개시	

자료: DB금융투자

II. K-BIO의 상황은?

바이오를 모르는 사람도 바닥인가 생각해보는 시기

연초대비 +0.5% vs -19.6% (KOSPI vs KOSPI 의약품)

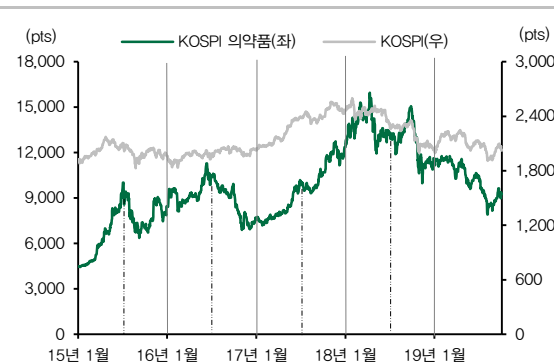
연초대비 KOSPI, KOSPI 의약품은 각각 +0.5%, -19.6%, KOSDAQ, KOSDAQ 의약품은 각각 -6.4%, -24.7%로 제약바이오 섹터는 시장지수 대비 큰 하락폭을 나타냈다. 현재 제약바이오 섹터는 대형 기술수출의 시작점이라고 볼 수 있는 한미약품/릴리의 계약 직후인 15년 6월, 한미약품/베링거인겔하임에서 처음 본 기술계약 해지 이후 저점을 형성했던 16년 10월 수준이다. 헬스케어 섹터로 분류되는 244개 기업(10/4 현재)의 시가총액 합계는 129조원으로 상장기업 수가 더 적었던 18년 4월 고점의 시가총액 합계(216개 기업) 222조원에 한참 못 미친다.

주도주 없이 악재 다수 발생

제약바이오 섹터는 18년 4월 최고점 이후 반등의 기회를 좀처럼 찾지 못하고 있다. 금융위원회와 금융감독원이 제약바이오 기업의 회계처리 지침을 마련한 18년 10월 불확실성이 해소되면서 다시 고점을 형성했으나 곧바로 삼성바이오로직스의 분식회계 재감리 영향으로 다시 하락하는 모습을 보였다. 19년 1월 매년 그랬듯 JP Morgan Healthcare를 앞두고 바이오 기업의 성과에 대한 기대감으로 상승했으나 국내 증시 불안과 코로onavirus과학의 인보사 판매정지, 한미약품/안센의 계약해지, 에이치엘비, 신라젠 같은 개발후기 단계 파이프라인의 임상실패 소식으로 인해 주가는 하락했다.

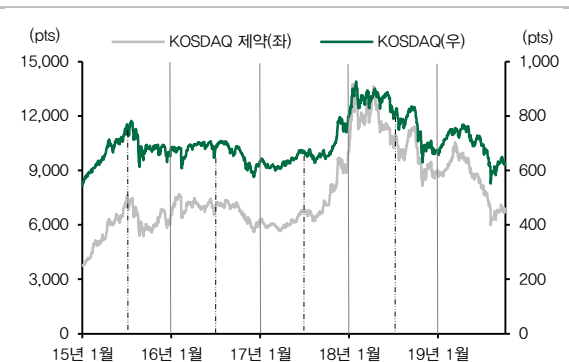
대표적으로 기술수출의 한미약품과 의약품 수출의 셀트리온, 삼성바이오로직스가 시장을 주도하며 만들어 낸 바이오 투자의 기대감은 기술계약 해지, 경쟁 심화로 인한 매출 성장 둔화의 영향으로 인하여 상승 동력이 되는 주도주를 찾지 못한채 하락해왔다.

도표 6. KOSPI, KOSPI 의약품 지수



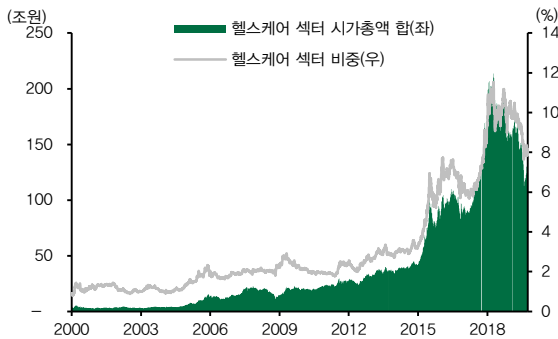
자료: Dataguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 7. KOSDAQ, KOSDAQ 제약 지수



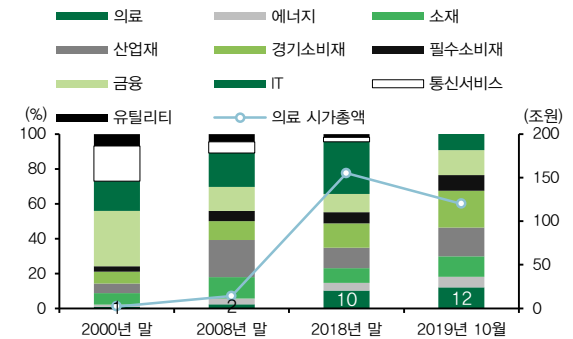
자료: Dataguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 8. 헬스케어 섹터 시가총액 추이



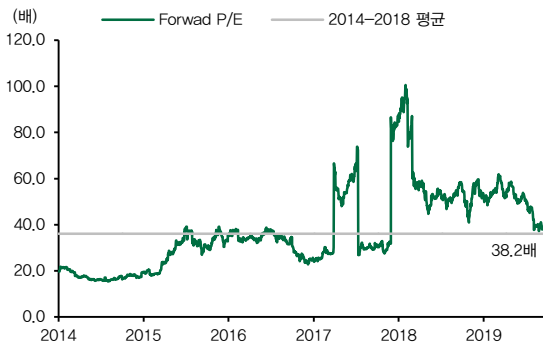
자료: Delatguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 9. 산업별 시가총액 비중 추이



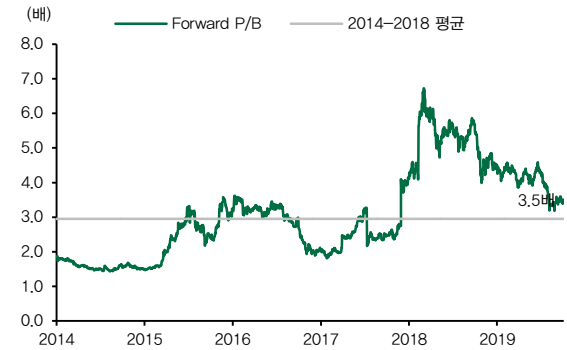
자료: Delatguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 10. KOSPI 의약품 지수: 12m fwd P/E



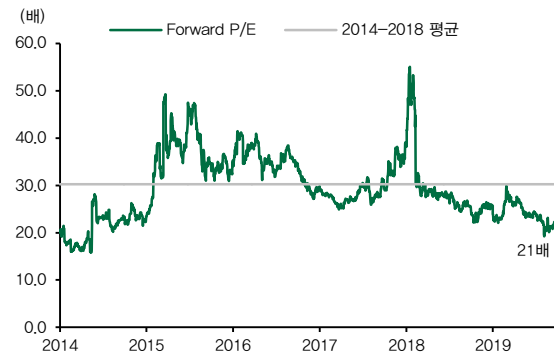
자료: Delatguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 11. KOSPI 의약품 지수: 12m fwd P/B



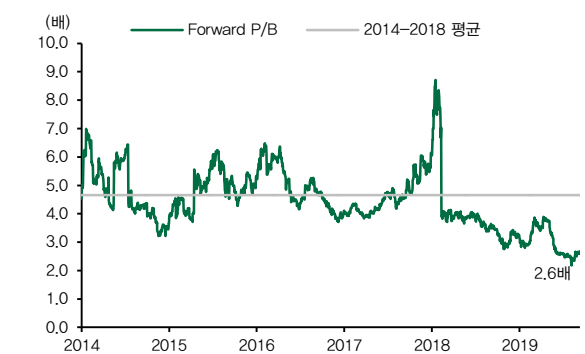
자료: Delatguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 12. KODAQ 제약 지수: 12m fwd P/E



자료: Delatguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

도표 13. KOSDAQ 제약 지수: 12m fwd P/B

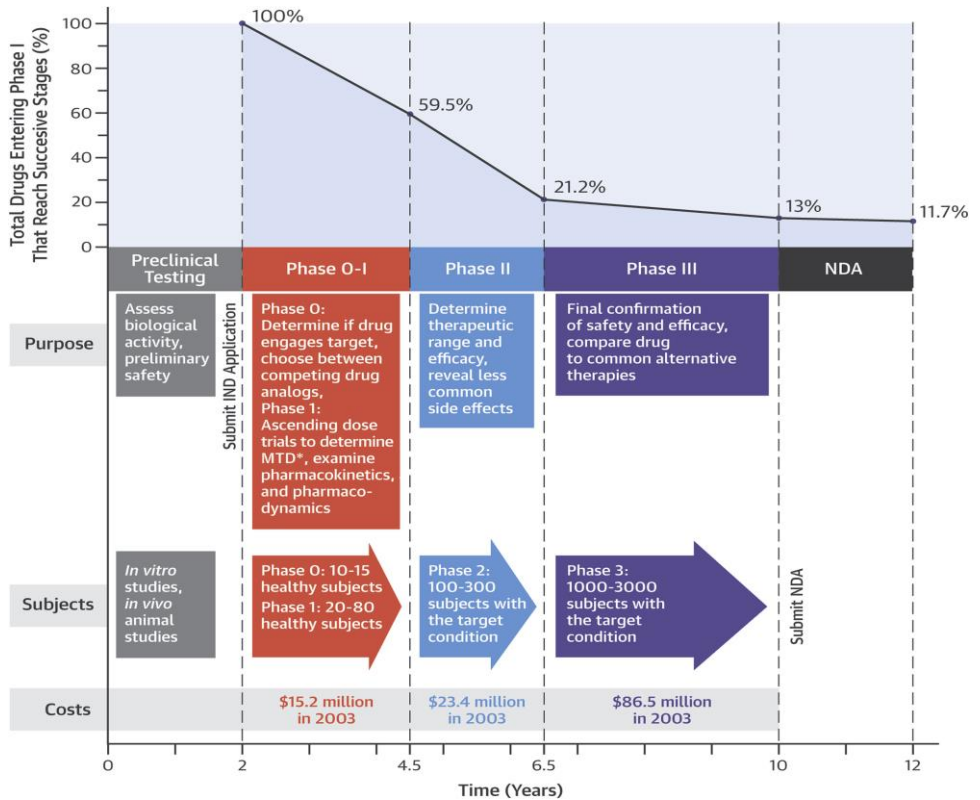


자료: Delatguide, DB금융투자
참고: 10월 4일 기준

신약 탄생의 시간을 기업과 투자자가 함께 보내고 있을 뿐이다

2015년~2018년까지는 글로벌 기업과의 대규모 기술수출 계약을 통해 국내 기업들의 신약 연구 수준을 간접적으로 확인할 수 있는 기간이었다. 투자자들은 매년 수십조원을 연구개발비에 투자하는 글로벌 기업이 한국 기업의 신물질에 관심을 보인다는 것에서 제네릭과 신약 유통을 위주로 형성된 국내 바이오 산업의 가능성을 보았다. 더구나 선진국을 대상으로 수천억원의 바이오시밀러 매출이 발생하는 것을 보면서 국내 바이오 기업 전반을 선진국의 바이오 기업들과 동일 수준 혹은 그 이상의 기준으로 평가해왔다. 그동안은 한미약품과 셀트리온, 삼성바이오로직스가 섹터의 주도주로서 바이오 투자심리를 끌어올린 시기였다. 하지만 기술계약 해지, 임상 실패 사례가 발생하면서 선진국 허가기관의 높은 수준과 신약 개발의 어려움을 경험하고 혼란스러워 했다. 올해 투자자들의 기대는 신약 3상 단계 바이오 기업들의 성공과 FDA 승인으로 넘어왔다. 판매 허가가 이뤄지면 만년 적자에 허덕이던 바이오 기업이 실제로 천문학적 돈을 벌어들일 수 있다는 기대감이 있었기 때문이다. 그러나 잇따른 3상 실패 발표와 함께 안타깝게도 아직 기대에 충분히 부응한 기업은 나타나지 않고있다. 투자자도 기업도 경험해보지 못한 신약 개발의 하들을 단계별로 겪어나가는 중이다.

도표 14. 신약개발 단계, 비용, 성공률



자료: JACC Basic Transl Sci, DB금융투자

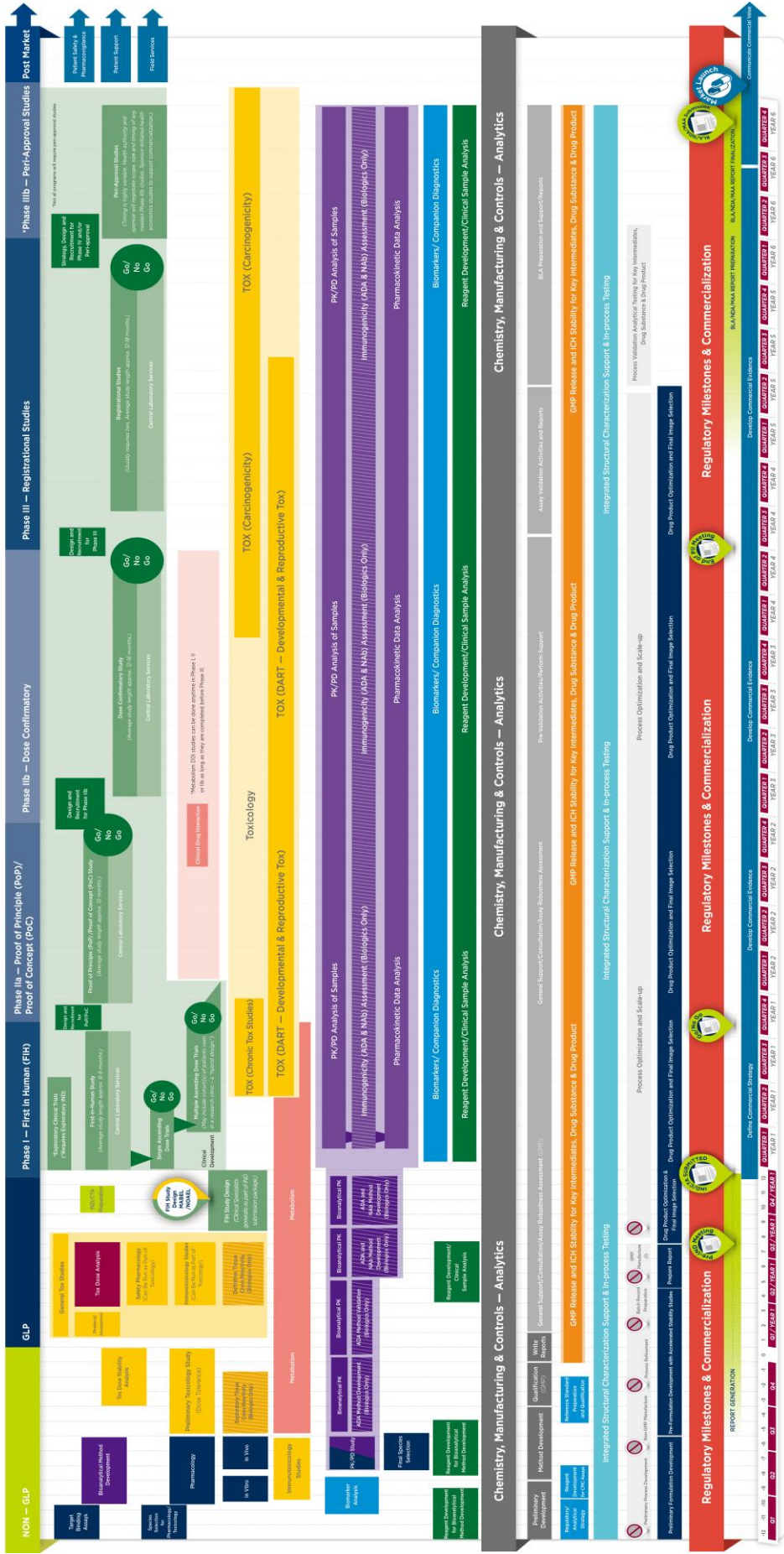
신약개발의 전주기, 각 단계별 항목별 전문가가 필요하다



Expedite Your Drug Development Journey

Regardless of where you are in your molecule's journey, you can propel your path forward efficiently with one partner. Gain exclusive access to a comprehensive hub of drug development solutions distinctly designed for the progressive biotech venture.

Learn more at Covance.com/thehub



지금 바이오의 특징은 1) 이벤트에 민감, 2) 너는 너, 나는 나

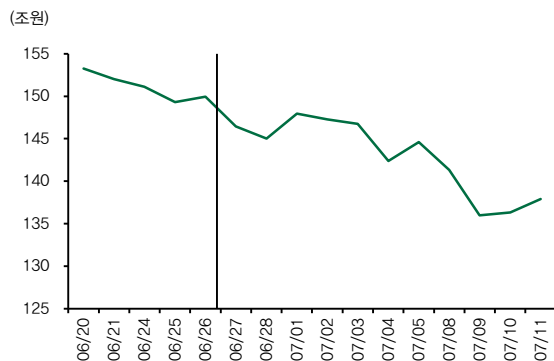
기업의 부정적 뉴스는 섹터 불확실성 해소로 평가

다행스럽게도 최근들어 섹터는 반등의 기미를 보이고 있다. 일련의 부정적인 상황에도 불구하고 기술 이전 임박에 대한 보도자료, 기술수출 금액 상향 조정, 학회 결과 발표, 희귀의약품 지정, 특허 획득 등의 이벤트가 발생하면 선별적으로 관련 기업의 주가가 반등하는 모습이다. 반대로, 약재에 대해서는 기업에 한정된 이벤트로 받아들이면서 섹터 전체의 하락으로 연결되지 않고 있다. 코로롱생명과학의 인보사 판매정지 이후 6월말 에이치엘비 임상실패와 7월초 한미약품의 계약해지가 단기간에 이어졌을 때까지만해도 기업 성과에 대한 신뢰하락이 섹터 전체의 주가부진으로 이어졌다. 그러나 8월초 신라젠의 3상 중단, 9월말 헬릭스미스의 3상 데이터 이상 발표시에는 직접적인 관련기업을 제외하고는 곧 바로 제자리를 찾는 모습을 보였다. 시각이 보수적으로 바뀌었다고 표현할 수도 있겠으나 기본적으로 기업의 펀더멘탈에 집중하기 때문이라고 생각된다. 이제 시장은 부정적 뉴스를 불확실성 해소로 받아들이고, 높아진 눈 높이에 부합하는 믿음만한 투자 대상을 찾고 있다.

도표 15. 최근 부정적 이벤트 발생 이후, 관련 기업 4개사를 제외한 제약바이오 시총 추이



도표 16. 6/27 에이치엘비 발표 후 헬스케어 주가 영향



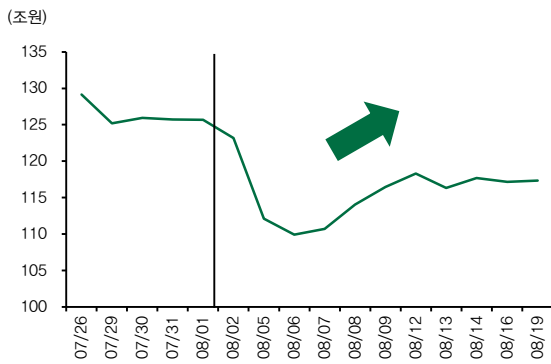
*헬스케어 관련 기업 시가총액에서 에이치엘비를 제외한 시가총액 추이

도표 17. 7/3 한미약품 발표 후 헬스케어 주가 영향



*헬스케어 관련 기업 시가총액에서 한미 pharm을 제외한 시가총액 추이

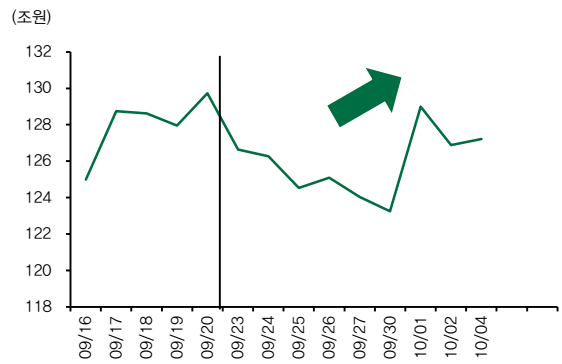
도표 18. 8/2 신라젠 발표 이후 헬스케어 주가 영향



자료: DB금융투자

*헬스케어 관련 기업 시가총액에서 신라젠을 제외한 시가총액 추이

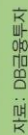
도표 19. 9/23 헬릭스미스 발표 이후 헬스케어 주가 영향



자료: DB금융투자

*헬스케어 관련 기업 시가총액에서 헬릭스미스를 제외한 시가총액 추이

(주가 : 100 = 2015년 1월 1일)



III. 투자 기업 선별의 방법

예상할 수 있는 허들은 미리 대비하자

사업 형태에 맞는 단계별 전문성 확인

높아진 기대감으로 인해 신약개발 단계의 요소 중 국내 기업들의 경험이 부족함에도 불구하고 보지 못하고 지나친 요인들이 많다. 의약품 개발 과정은 연구(신물질 탐색), 개발(임상시험), 생산, 허가, 영업마케팅으로 구분할 수 있다. 전체 과정은 일반적으로 적용되는 순서지만 각 과정에서의 경험은 단계를 넘어서서 영향을 미친다.

바이오시밀러 기업은 연구, 개발, 생산, 허가, 영업마케팅에 대해 글로벌 제약사가 가진 절반의 경험치를 가지고 있다고 본다. 신약은 아니지만 연구부터 판매까지 글로벌 수준의 의약품 전주기에 대한 경험이 있기 때문이다. 그 외의 바이오 기업은 경험이 상대적으로 연구에 집중되어 있기 때문에 추구하는 사업 형태에 맞는 단계별 전문성을 가지고 성과의 가시성을 판단해야 한다.

전문가 보유 여부가 가장 중요

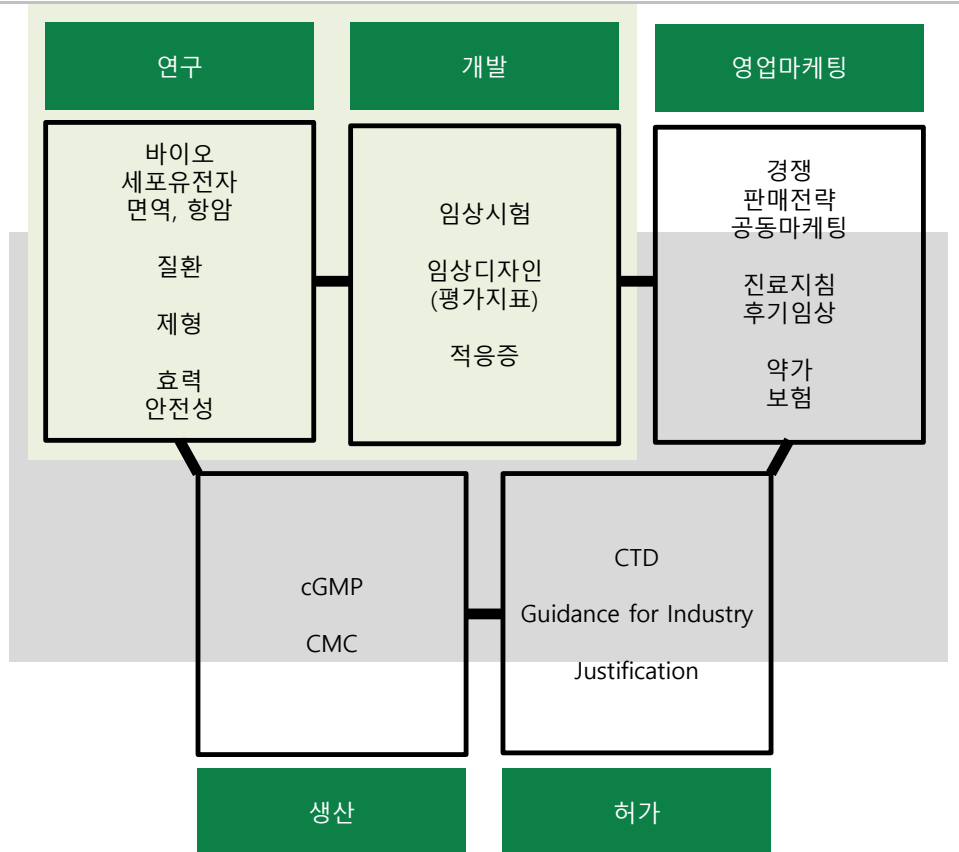
국내 기업이 어려움을 겪었던 부분은 개발단계에서 임상 평가 이후 안전성 부족, 효과 부족, 시장성 부족으로 평가된 것, 생산 허가 단계에서 CMC 및 CTD 보완 등이다. 그 외에 주성분 혼동, 약물 혼용 투여와 같은 황당한 사례가 발생하기도 했다. 적합한 임상시험 디자인과 관리, 분석을 해본 결과 안전성 및 효과 부족의 결과가 나왔다면 당연히 겪을 수 있는 신약개발 단계로 이해할 수 있다. 그러나 조금 더 전문성과 경험이 있었다면 결과의 속도와 확률을 개선할 수 있는 부분도 있다. 주성분 혼동은 내부의 실험 데이터 보증 시스템 부재로 볼 수 있고, 약물 혼용은 CRO(임상대행기관)의 잘못된 수도 있지만 기업 내에 CRO를 통제하는 임상시험 관리 전문가의 부재 때문이라고 볼 수 있다.

도표 20. 16년 기준 의약품 생산, 수출, R&D 실적 있는 100개 기업의 직군별 비중

의약품 생산실적 보고자료(2016년)		응답기업 현황		
직군	인원수(명) (비중, %)	구분	인원수(비중)	비중*
연구직	11,862 (12.5%)	연구직(소계)	3,230	15.97
		연구	2,631	13.01
		허가, MS	448.5	2.22
		사업개발(BD)	150.5	0.74
생산직	32,104 (33.8%)	생산직(소계)	6,361	31.4
		생산	4,320	21.35
		품질	2,041	10.09
사무직	17,604 (18%)	일반사무(소계)	1,895	9.37
영업직	26,443 (27.8%)	영업직(소계)	6,030	29.81
		국내영업	5,784	28.59
		해외영업	246	1.22
기타	6,916 (7.3%)	기타(소계)	2,714	13.42
총계	94,929	총계	20,230	100
				21.3

자료: 한국보건산업진흥원 DB금융투자

도표 21. 신약 개발 과정의 기본적인 키워드



자료: DB금융투자

도표 22. 2019년 주요국 판매허가 현황

개발사	제품명	적응증	일정
삼성바이오에피스	온트루잔트	Herceptin(trastuzumab) 바이오시밀러	2019.01 FDA 허가
대웅제약	나보타	주름개선	2019.02 FDA 허가 (주보) 2019.10 EMA 허가 (누시바)
JW생명과학	피노멜	영양수액	2019.03 EMA 허가
SK바이오팜	수노시	수면장애	2019.03 FDA 허가 4Q19 EMA 허가 예상
	cenobamate	뇌전증	2019.11 FDA 허가 예상
삼성바이오에피스	에티코보	Enbrel(etanercept) 바이오시밀러	2019.04 FDA 허가
	하드리마	Humira(adalimumab) 바이오시밀러	2019.07 FDA 허가
셀트리온	렘시마 SC	Remicade(infliximab) 바이오메터	2019.09 EMA 허가
한미약품	롤론티스	호중구감소증	4Q19 FDA 허가 재신청 예상
메디톡스	뉴로녹스	주름개선	4Q19 NMPA 허가 예상
메지온	udenafil	단심실증	2020 FDA 허가 예상

자료: 산업자료, DB금융투자

기업의 경험에 따라 달라질 허들의 종류

기술수출에 성공한 기업: 수출 대상이 중요

글로벌 기업으로 기술수출에 성공한 기업과 파이프라인은 상대 기업으로부터 1차적 검증을 받았다고 볼 수 있다. 상대 기업의 파이프라인 운용 전략에 따라 기술가치를 다르게 볼 수 있는 부분은 있지만 기술수출 당시 개발 단계까지는 경험적 수준이 높다고 판단할 수 있다. 다만, 기술을 도입한 대상 기업이 개발 완료 후 직접 매출을 발생시키는 경우가 아니고 다시 기술수출을 목표로 하고 있다면 1차적 검증에 대한 신뢰도는 낮아질 수도 있다.

바이오시밀러 기업: 가장 진도가 빠르다, 지금은 시장을 이해하는 단계

이미 선진국에서 매출을 달성한 바이오시밀러 기업들의 경우 의약품 개발 과정의 대부분을 거쳤고 충분한 경험을 보유하고 있기 때문에 국내 기업들 중 연구개발비를 회수할 가능성이 가장 높다. 선진국 규정에 맞게 임상시험을 진행해왔고, 일부는 경쟁약품 대비 마케팅 요소로 활용할 수 있는 임상시험도 있고, cGMP 생산시설을 보유하고 있고, FDA 허가 규정에 맞는 서류 제출을 해왔고, 약가와 보험에 대한 고민을 해왔기 때문이다. 이 기업들이 신약 개발에 접근할 경우 시행착오는 있을 수 있지만 성공률은 높다고 볼 수 있다. 바이오시밀러는 주로 복제 대상이 되는 오리지널 의약품을 경쟁 대상으로 삼았지만 신약은 해당 질환에 사용되는 모든 약이 경쟁 대상이기 때문에 의약품 개발 전과정에서 추가로 고려해야 할 요소가 많다. 또, 신약이 요구하는 자료의 범위는 바이오시밀러 보다는 많다. 국내 기업 중 셀트리온의 경우 램시마SC 출시와 직관 체계 구축을 통해 해당 부분의 경험을 쌓고 글로벌 제약사로의 발판을 마련할 수 있을 것으로 생각된다.

기술수출 전 신약개발 기업: 임상마케팅 전문가 필요

대부분의 국내 바이오 기업들은 물질 연구를 바탕으로 신약을 개발한다. 목표는 개발비용이 많이 소요되는 후기임상 전 기술수출이다. 이 부류의 기업이 가장 많이 겪는 어려움은 임상시험 단계에 있다. 생산은 CMO에 위탁하고, 허가 및 마케팅은 직접 할 계획이 없기 때문이다. 따라서 고려해야 할 허들은 1) 임상시험 전문성 2) 타겟 선정시부터 반영되어야 하는 시장에 대한 전문성이다. 대부분의 국내 기업이 신약을 개발할 때 시도했던 것들이 Follower로서 Best-in-Class 전략이었던 이유일 것이다. 후기 개발단계보다는 물질 최적화에 경험과 전문성이 있기 때문에 앞의 두 가지 허들을 피해갈 수 있기도 했다. First-in-Class를 목표로 하는 기업의 경우, 임상시험 전문가가 없다면 일반적으로 기존 치료방법의 임상 디자인을 참고하여 시험을 진행하게 된다. 이 때문에 오히려 신약의 가치를 더 높일 수 있는 임상시험 결과를 얻기 어려운 부분도 있다.

신약 허가 경험을 가진 기업: 시장 이해와 네트워크 중요

LG화학, 동아에스티, JW생명과학, SK케미칼, 대웅제약, SK바이오팜 등 FDA, EMA의 신약 허가경험이 있는 기업들은 영업마케팅을 제외한 대부분의 경험을 보유하고 있다. 직접 판매에 대한 경험은 없기 때문에 시장 내 경쟁 대상이 되는 제품과의 다이내믹, 마케팅용 임상시험의 수준을 바탕으로 평가해야 한다. 조직이 구성되어 있지 않다면 우선 파트너링 기업의 해당 분야 전문성과 역량에 따라 의약품의 가치가 달라진다.

IV. 반등의 조건

숫자로 보여 줄 주도주가 나타난다

바이오 섹터로 투자가 급증하던 시기는 한미약품과 셀트리온, 삼성바이오로직스가 현금 유입을 통해 한국 바이오의 기술성과 시장성을 증명하고 주도주로서 시장을 이끌어 갔기 때문에 가능했다. 그러나 기술수출은 계약이 해지되면 의미가 없어지는 전체 계약규모를 기초로 기술의 가치가 왜곡되기도 했고, 바이오시밀러와 CMO 산업은 P와 Q의 사이에서 기대만큼의 성장성을 유지하지 못하는 모습을 보였다. 주도주가 바이오 기업에 대한 기대감을 이어가는 역할보다는 현실을 직시하고 프리미엄을 낮추는 역할을 하고 있는 상황이다. 아직 우리가 보지 못한 것은 국내 신약이 매출액 1B\$ 이상의 블록버스터로 실제 전세계에서 판매되는 모습이다. 3상 단계에 있는 국내 대부분의 파이프라인이 허들을 넘지 못하고 있는 상황에서 향후 주도주로 기대할 수 있는 것은 SK바이오팜의 뇌전증치료제 cenobamate라고 생각된다.

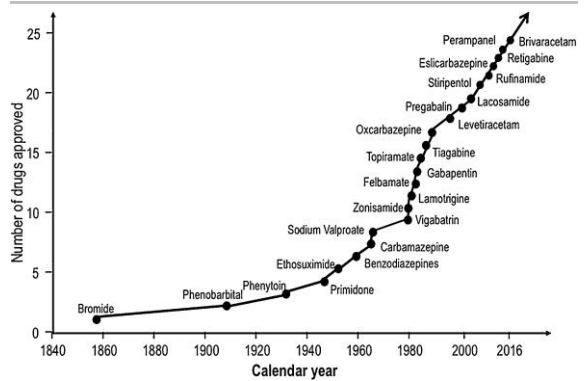
SK바이오팜은 이미 미국 Jazz Pharma에 기술 수출한 기면증치료제가 19년 3월 수노시라는 제품명으로 미국 시판승인 받은 경험이 있다. 수노시에 대해서는 매출액에 따라 로열티 수취가 가능한 상황이며 현재 유럽 승인을 앞두고 있다. 뇌전증치료제 cenobamate는 11월 21일 FDA 최종허가가 결정될 것으로 예상된다. 임상2상 및 3상에서 확인된 효과 및 안전성, 노인 및 신부전환자 등 투약 대상 확대에 대한 준비까지 글로벌 신약으로 성공할 수 있는 요인을 충분히 갖추었다고 판단한다. 여기에 SK바이오팜의 IPO까지 가세한다면 바이오 섹터 반등의 확실한 트리거가 될 것으로 생각된다.

도표 23. CNS에 집중된 SK바이오팜 파이프라인



자료: SK바이오팜, DB금융투자

도표 24. 뇌전증 치료제 개발사



자료: Seizure, DB금융투자

경쟁력 있는 파이프라인 이벤트 발생

기술수출 대상, 파이프라인의 경쟁력, 개발 인력의 전문성을 바탕으로 투자 가치가 있다고 판단되는 한올바이오파마와 알테오젠을 추천한다. 한올바이오파마는 글로벌 제약사 출신 인력들이 포진된 Roivant에 기술수출을 완료했고, 개발중인 HL161은 경쟁약품 대비 투약형태 및 효과, 안전성 측면에서 장점이 있다. 최근 기술수출 대상인 Immunovant(Roivant)가 SPAC 상장을 통해 1,500억원 가까운 현금을 확보하게 된 것도 임상진행이 순조롭게 진행될 기반이 된다.

알테오젠은 제형 변경에 대한 원천 기술을 보유하고 있으며, 최근 CMO를 통해 생산시설을 확보했기 때문에 5월달에 진행한 옵션계약이 본계약으로 진행될 가능성이 높다고 판단된다. 알테오젠의 기술은 기 출시된 약물에 적용하여 제형 변경을 하기 때문에 상용화까지 소요시간이 짧고, 확장성이 높기 때문에 상용화가 가시화 될 경우 경쟁사 기술을 활용하는 기업의 경쟁기업들이 주요 고객이 될 수 있다.

주요 제약/바이오 기업 이벤트 대상

	2H19E		1H20E		2H20E	
	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
SK바이오팜		(11/21) Cenobamate FDA 승인				
녹십자		MIG-SN 10%, FDA와 Pre-BLA 미팅	헌터라제 중국 승인		MIG-SN 10% BLA 제출 그린진에프 중국 승인	
대웅제약		(10/01) 누시바 유럽 승인		(06/05) ITC 예비판결		(10/06) ITC 최종 결론
메디톡스		(09/26) 중국 CFDA 승인		(06/05) ITC 예비판결		(10/06) ITC 최종 결론
메지온		(11/16) AHA 유테나벨 3상 발표 AHA 유테나벨 FDA NDA 신청				
삼정바이오로직스		SB8(아바스틴 BS) BLA 신청	온트루진트 미국 출시	SAT-01(리독산 BS) 5월 임상 3상 종료		
셀트리온	허쭈마 3년 장기 임상결과 발표(ESMO) (09/23) 캄시마ISC CHMP 권고	캄시마ISC 유럽 승인 (류머티스 관절염) 트룩시마 미국 출시	허쭈마 미국 출시	(6월) CT-P17(휴미라 BS) 3상 종료	캄시마ISC 유럽 승인 (영증성 정절환)	
신라젠	팩사백 추가 연구결과 발표(ESMO)	시노피, 라제네론 병용 1b상 발표				
일테오젠		ALT-B4 기술계약		ALT-B4 임상시료 공급		
에이지엘비	리모세라닌 3상 결과 발표(ESMO)					
엔저켄생명과화학		(11/11) AASLD EC18 NASH 전임상 발표				
유한양행					레이저티닙 단독요법 임상 3상 개시	
이수엘지스	ISU104 1상 발표(ESMO)	ISU304 임상 2b 발표				
파젠신	(09/30) 올린바시맵 미국, 호주 임상 2상 시작	올린바시맵 & 키트루다 병용 호주 임상 1b/2상 중간결과 오릭솔 3상 타라인 발표 포지오티닌 2상 중간 발표 톨론티스 FDA 허가 재신청	HM15211 미국 1상 발표			오릭솔 NDA 제출 벤바리페닌 국내 임상 1상 종료
한미약품	HM15211 임상 1상 종료, 동물실험 결과 발표(EASD)	HM15211 임상 1상 발표				
한올바이오파마	HL161 용혈성시험 임상 2상 개시	HL036 3상 타라인 발표	HL161 중증근무력증 타라인 발표			
헬릭스미스	(09/23) VM202 3a상 결과 심배 발표		VM202 미국 임상 재개시			

BUY(신규)

한올바이오파마

009420

목표주가(신규) 38,000원 현재주가(10/07) 30,450원 Up/Downside +24.8% 투자 의견(신규) Buy

2019. 10. 08

R&D 차별화를 추구해온 제약사

대형 기술수출로 R&D 역량을 증명: 한올바이오파마는 2015년 대웅제약의 자회사(지분 30%)로 편입되어 면역 및 항암제 신약 파이프라인을 보유하고 있다. 현재는 개량신약 외에 바이오 신약 개발에 집중하고 있다. 주요 파이프라인은 Roivant, Harbour Biomed로 기술이전 된 자가면역질환 치료제 HL161과 안구건조증 치료제 HL036이다. HL161은 17년 12월 스위스의 Roivant(HL161 개발을 목적으로 자회사 Immunovant 설립)에 502.5M\$(계약금 30M\$)로 기술수출 되었으며, HL036과 HL161의 중국 권리는 17년 9월 중국의 Harbour Biomed에 81M\$(계약금 4M\$)에 이전됐다.

하반기 임상시험 이벤트 및 마일스톤 유입 이어질 것: HL161은 Roivant 주도로 19년 2분기 임상1상 결과발표에 이어 GO(그레이브스 안병증) MG(중증근무력증)에 대한 글로벌 임상2a를 개시했고, 연내 완료를 목표로 하고 있다. 이후 GO 임상 2b 개시, 2020년 MG 3상을 개시 예정이다. 19년 하반기에는 추가 적응증인 WAIHA(온난 자가면역성 용혈성 빈혈)의 글로벌 임상2상을 개시할 예정이다. 중국지역 권리를 가진 Harbour Biomed는 신규 적응증에 대한 임상2상을 4Q19 개시 예정이다. 한올바이오파마는 연내 임상완료 또는 결과발표 3건(HL161 글로벌 2상, HL036 중국 2상, 글로벌 3상), 개시 2건(HL161 미국 2상, HL161 중국 2상)의 이벤트를 앞두고 있으며 개발진행에 따른 마일스톤 유입이 이어질 수 있다.

신약가치 1.8조원, 목표주가 38,000원, 매수 의견 개시: 유사기업의 파이프라인을 참고하여 DCF로 추정한 신약가치는 HL161 1.1조원, HL036 0.7조원이다. 약물 프로파일의 경쟁력 대비 비교우위 가능성이 존재한다는 점과 적응증 확장의 가능성, 임상진행에 따른 성공률 조정을 감안하면 향후 파이프라인 가치는 상향 조정될 수 있다.

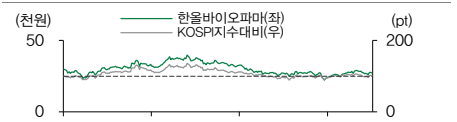
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FY□ Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	84	92	101	107	113
(증가율)	1.6	9.0	10.0	5.8	6.0
영업이익	4	5	11	10	11
(증가율)	1,140.4	54.6	93.6	-4.5	10.7
순이익	6	3	10	9	10
EPS	111	63	191	180	189
PER (H/L)	233.6/96.2	710.0/357.0	159.6	169.2	160.8
PBR (H/L)	12.2/5.0	20.0/10.1	12.5	11.7	10.9
EV/EBITDA (H/L)	206.8/85.8	279.2/151.8	109.3	110.3	99.1
영업이익률	4.2	6.0	10.5	9.5	9.9
ROE	5.4	2.9	8.2	7.1	7.0

52주 최저/최고	22,300/39,650원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,022pt
시가총액	15,907억원
60일-평균거래량	267,643
외국인지분율	7.3%
60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p
주요주주	대웅제약 외 1인 30.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	10.5	8.9	1.7
상대기준	9.8	13.7	14.0

목표주가 38,000원, 매수로 분석 개시

한올바이오파마의 영업가치를 0.2조원, 신약가치 1.8조원으로 산출하여 목표주가 38,000원, 매수의견으로 커버리지를 개시한다. 영업가치와 신약가치를 SOTP로 산출했다.

한올바이오파마가 기술이전 완료한 신약 2종에 대한 가치는 DCF 방식을 이용하여 각각 HL161은 1.05조원, HL036은 0.74조원으로 산출했다. HL161은 잠재적으로 적용해 볼 수 있는 적응증이 100여종 이상인 자가면역질환 치료제이기 때문에 적응증 확장과 임상 진전에 따른 성공확률 증가시 신약가치는 상향조정 될 여지가 있다. 현재 임상2상을 진행중인 3개 적응증과, 잠재 적응증에 대해서 30%를 반영하여 산출했다. 안구건조증 치료제 HL036은 1차 임상3상 단계에 있으며 연내 결과발표가 기대된다. 결과 재현을 위한 2차 임상3상이 진행될 것을 반영하여 성공확률은 50%로 가정했다. 지난 5월 노바티스가 다케다로부터 5.3B\$에 안구건조증 치료제 자이드라의 권리를 인수한 사례를 참고하면 HL036의 임상3상 성공과 제품허가시 약물의 가치는 상향될 수 있다.

한올바이오파마는 연간 매출액 약 1,000억원, 영업이익률 5% 내외의 중소제약사다. 의약품 판매 사업이 2018년 +10.9%YoY 큰 폭 성장했으나 기존 영업부문은 약가인하 조치의 영향을 받는 전통적인 제약사업이다. 기존 영업가치는 기술가치가 부각된 2015년 이전의 PSR 2배를 2019년 매출전망치에 적용하여 산출했다.

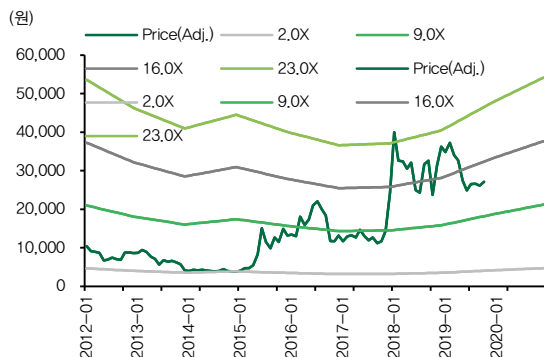
도표 25. 한올바이오파마 목표주가 38,000원

(단위: 십억원, 천주, 원)

A. 영업가치	202	19E 매출액	101.0	Target PSR 2배	(기술가치 부각된 2015년 이전 PSR)
B. 신약가치(B=C+D)	1,787				
C. HL161	1,049				
D. HL036	739				
E. 기업가치(E=A+B)	1,990				
F. 상장주식수	52,241				
G. 주당가치(G=E/F)	38,084				

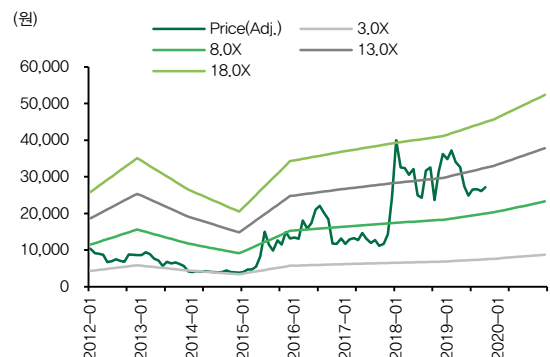
자료: DB금융투자

도표 26. 한올바이오파마 PSR 밴드



자료: Quantwise, DB금융투자

도표 27. 한올바이오파마 PBR 밴드



자료: Quantwise, DB금융투자

시장성을 고려한 의약품 개발 노력

독보적 제제기술을 보여줬던 글루코다운OR정

한울바이오파마의 글루코다운OR정은 10여년전 한국의 중소제약사가 보여줄 수 있는 최선의 R&D 결과물이었다. 글루코다운OR정은 2018년 매출액 68억원으로, 단일 제품이지만 전체 매출액에서 차지하는 비중이 가장 높은 품목(7.4%)이다. 글루코다운OR정의 주성분인 메트포르민은 당뇨병 치료제 중 사용량이 가장 많은 1차 치료제로 이미 특허가 만료되어 수많은 제약사가 생산하고 있다. 메트포르민의 약점은 크기가 큰 정제를 1일 2회 투약하고, 속쓰림 같은 위장관 부작용이 있다는 점이다. 여러 회사들은 서방화 기술을 통해 투약 횟수를 1일 1회로 줄이고, 속쓰림도 개선할 수 있었다. 그러나 주성분이 약의 95% 이상 차지하고 압축성이 좋지 않은 메트포르민의 특성 때문에 크기는 줄일 수 없었다. 동사의 글루코다운은 제제 개선을 통해 경쟁제품 대비 80% 수준으로 크기를 줄였고, 건식과립으로 생산시간을 크게 단축시켰다. 글루코다운은 2006년 제제기술 대상을 수상, 2012년 동일 계열 제품 중 처방액 1위를 달성하기도 했다. 한울바이오파마는 신약 개발에 접근이 어려운 중소제약사들이 목표로 삼은 개량신약 분야에서도 차별화된 연구개발을 해왔다.

바이오 신약에 집중

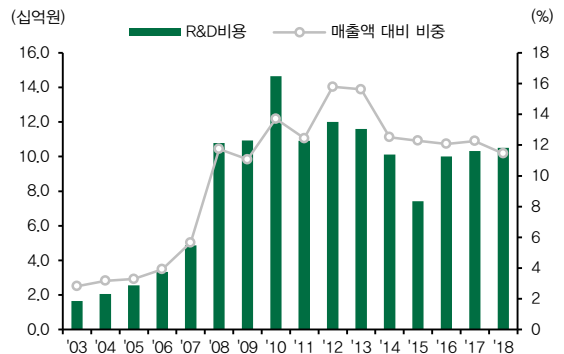
한울바이오파마는 2015년 대웅제약에 자회사(지분 30%)로 편입되었으며 면역 및 항암제 신약 파이프라인을 보유하고 있다. 매출액 1,000억원 미만의 중소제약사지만 2007년 바이오 연구소를 설립한 이후 누적 R&D 투자가 1,400억원(매출액의 12%)에 달한다. 현재는 개량신약 외에 바이오 신약 개발에 집중하고 있으며, 항암제 합성신약은 Immunomet으로 스피노프 되어 개발중이다. 주요 파이프라인은 Roivant(Immunovant), Harbour Biomed(이하 Harbour)로 기술이전 된 자가면역질환 치료제 HL161과 안구건조증 치료제 HL036이다. Immunomet의 합성 항암신약 IM156은 대사 항암제로 분류되며 앞서 언급한 글루코다운OR정의 주성분 메트포르민이 속하는 Biguanide 유도체로 임상1상을 진행중이다.

도표 28. 한울바이오파마가 개발한 개량신약 글루코다운



자료: 산업자료, DB금융투자

도표 29. R&D 비용 추이



자료: DART, DB금융투자

기술수출로 이어진 R&D 성과

면역과 항암 중심의 파이프라인

한올바이오파마의 R&D 파이프라인은 면역, 항암 중심으로 구성되어있다. 면역질환 대상은 안구건조증(HL036), 자가면역질환(HL161), 비감염성포도막염(HL189), 황반변성(HL190)이다. HL189, HL190은 HL036과 동일 물질이며, 안구건조증 외의 안과질환에 대한 적응증 확대 파이프라인이다. 항암제는 대부분 초기연구단계로 대사조절항암제(IM156), 면역항암제(HL186, HL187)가 있다.

누적 계약금 34M\$, 계약규모 583.5M\$

HL036(안구건조증 치료제)은 HL161(자가면역질환 항체신약)과 함께 2017년 9월 중국(대만, 홍콩, 마카오 포함)지역에 한하여 중국의 Harbour Biomed로 기술이전 되었다. 전체 계약 규모는 81M\$, 계약금 4M\$, 마일스톤 77M\$이며, 상업화 이후 로열티는 별도로 수취하는 내용이다. HL036은 대응제약과 공동개발하며 개발비용과 수익을 50 : 50로 배분한다. 계약금 4M\$는 수령 후 2017년 수익으로 인식되었으며, 18년말 HL036의 중국 임상2상이 개시됨에 따라 마일스톤 1M\$이 1Q19에 수익으로 인식됐다.

HL161은 2017년 12월 중국 외 지역에 대해 스위스의 Roivant로 기술이전 됐다. Roivant는 미국을 포함한 북미, 중남미, EU국가, 영국, 스위스, 중동, 북아프리카 지역에 대한 HL161의 독점적 권리를 가지며 임상개발, 생산, 품목허가 및 판매까지 진행한다. 전체 규모는 502.5M\$(계약금 30M\$, 연구비 20M\$(5년간 분할수령), 마일스톤 452.5M\$)로 상업화에 따른 로열티는 별도로 수취한다. Roivant는 HL161을 도입하여 면역질환 사업화에 집중할 수 있는 자회사로 Immunovant를 설립했다. Immunovant의 경영진은 Eli Lilly, Merck, Novartis 등 글로벌 제약사 출신의 신약 연구개발 전문가로 구성되어 있다. Immunovant는 지난 10/3 HSAC*와 SPAC 합병을 앞두고 있다고 발표했다. Immunovant는 이번 합병을 통해 100M\$ 이상의 현금을 확보할 수 있기 때문에 현재 진행중인 임상시험과 적응증 확장을 위한 추가 임상연구가 순조롭게 진행될 것으로 판단한다.

*HSAC(Health Sciences Acquisitions Corporation)

도표 30. 한올바이오파마 파이프라인

구분	제품	적응증	탐색	전임상	임상1	임상2	임상3	허가	파트너
면역질환 프로그램	HL036	안구건조증							대웅제약 HARBOUR
	HL161	자가면역질환							ROIVANT HARBOUR
	HL189	비감염성 포도막염							
	HL190	황반변성							
항암제 프로그램	IM156	대사조절 항암제							ImmuoMet
	HL186	면역항암항체 Combi. therapy							대웅제약
	HL187	면역항암항체 Combi. therapy							대웅제약

자료: 한올바이오파마, DB금융투자

제품력과 개발속도 모두 경쟁력이 있다

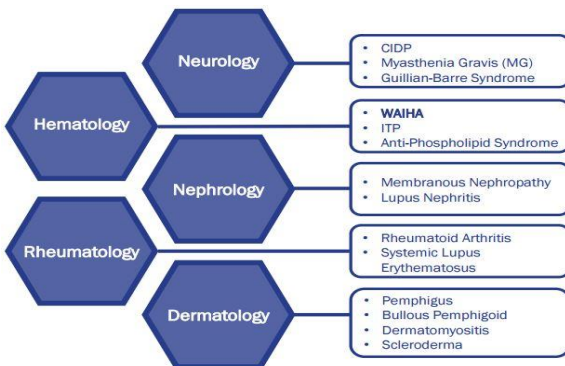
HL161 자가면역 치료제 – 피하주사 장점, 면역원성 낮음, 적응증 확장

HL161은 IgG 대신 FcRn과 결합하여 면역반응을 억제하도록 만들어진 재조합단백질이다. 임상시험단계에 진입한 HL161(IMVT-1401, HBM9161, batoclimab)의 경쟁약품은 4개 정도로, Argenx(시가총액 4.7B\$), UCB(13.7B\$), Alexion(26.4B\$), Momenta(1.1B\$)에서 개발 중이다. 현재까지의 자료를 바탕으로 파악되는 HL161의 경쟁력은 피하주사 제형으로 가장 빠르게 개발되고 있고, 알부민의 영향 없이 높은 효력을 나타내며, 완전인간항체로 약에 의한 항체 생성률이 낮고, 기존 및 경쟁약품의 대표적 부작용인 두통 발생률이 낮다는 점이다.

HL161은 Immunovant 주도로 19년 2분기 임상1상 결과발표에 이어 GO(그레이브스 안병증) MG(중증근무력증)에 대한 글로벌 임상2a를 개시했고, 연내 완료를 목표로 하고 있다. 이후 GO 임상 2b 개시, 2020년 MG 3상을 개시 예정이다. 19년 하반기에는 추가 적응증인 WAIHA(온난 자가면역성 용혈성 빈혈)의 글로벌 임상2상을 개시할 예정이다. 중국지역 권리를 가진 Harbour는 GO, MG 임상2상을 4Q19 개시 예정이다.

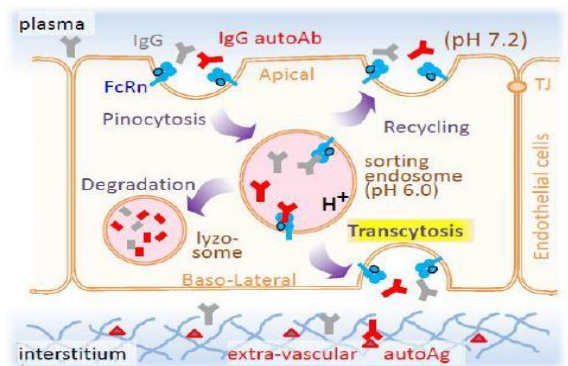
HL161이 임상을 진행중인 GO는 면역반응 억제를 위해 스테로이드 또는 안와감압술로 치료하고 있다. 최근 Horizon Therapeutics는 IGF-1R에 결합하는 항체약품 teprotumumab의 임상3상에 성공하여 FDA 우선심사 대상으로 지정됐다. 예상되는 심사완료일은 2020년 3월 8일이다. Teprotumumab은 24주간 진행된 3상 결과에서 위약군 대비 안구 돌출을 약 2.3mm 더 줄이는 결과를 발표했다. Teprotumumab이 출시 되더라도 작용기전과 약물 프로파일, 제형에 차이가 있기 때문에 HL161의 신약가치에 영향은 크지 않을 것으로 판단된다.

도표 31. HL161 확대 대상 적응증



자료: Alexion, DB금융투자

도표 32. FcRn 저해로 IgG catabolism 증가



자료: 한울바이오파마, DB금융투자

도표 33. Anti-FcRn HL161 경쟁약물 비교

개발사	한올바이오파마 (Immunovant , Harbour Biomed)	argenx	UCB	Alexion (Syntimmune)	Alexion (Affibody)	Momenta	ACT	Momenta
물질명	HL161 (IMVT-1401 , HBM9161, batoclimab)	ARGX-113 (efgartigimod)	UCB7665 (rozanolixizumab)	ALXN1830 (SYNT001, orilanolimab)	ABY-039	M281	ACT-101	M254 (hslgG)
적응증								
MG	P2a(2Q19~'19), P3('20~) 중국 P2(4Q19~)	P3(~'20)	P3(2Q19~'21)	P3(4Q19~) 출시 '23		P1b(~'20)		
GO	P2a(2Q19~'19 중간결과) P2b(1H19~'20) 중국 P2(4Q19~)							
WAIHA	P2(2H19~)			P3(4Q19~) 출시 '23				
NMO	중국 P2(?)							
CIDP		P1	P2a(1Q19~4Q20)					
ITP	중국 P2(?)	P2	P3(4Q19~)					P1/2(~'20)
HDFN						P1b(~'21)		
PV		P2(~'20)						
그 외 임상		ENHANZE SC(Pre)			P1 (SAD/MAD , ~2H19)			
투약경로	피하	정맥	피하	정맥	피하	정맥	피하	정맥
부작용(두통)	Low(심각한 부작용 없음)	Low(25%)	High(57%)	High(55%)	N/A	Low(17%)		
ADAb (면역원성)	심각한 부작용 없음	0.31	0.68	0.16	N/A	0.25		
Albumin 감소	감소 후 회복	없음	감소 후 회복	없음	N/A	심함		
특징	1. (+) SC 제형 First Mover 2. (+) ADAb 없음	1. (+) First Mover 2. (+) Albumin 감소 없음 3. (-) ADAb 있음 4. (+) 유지용 SC 도입	1. (+) SC 제형 2. (-) 두통 높음 3. (-) ADAb 있음					

자료: 각 사 산업자료, DB금융투자

주: MG: 중증근무력증, Myasthenia gravis

GO: 그레이브스 안병증, Graves ophthalmopathy

WAIHA: 온난 자가면역성 용혈성 빈혈, Warm autoimmune hemolytic anemia

NMO: 시신경척수염, Neuromyelitis optica

CIDP: 만성염증 탈수초성 다발신경병증, Chronic inflammatory demyelinating polyneuropathy

ITP: 특발성 혈소판 감소성 자반증, Idiopathic thrombocytopenic purpura

HDFN: 신생아 용혈병, Haemolytic disease of the fetus and newborn

PV: 천포창, Pemphigus vulgaris

도표 34. HL161 파이프라인 가치 추정

(단위: 백만달러 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	...	2036
MG: 중증근무력증														
시장규모	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	1,772	1,949	2,144	2,358	2,594	2,723	2,860		4,024
연성장률		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	5%	5%		5%
진행단계		3상개시		허가신청	출시									
점유율					1%	5%	9%	12%	15%	17%	19%	21%		25%
매출액					16	89	175	257	354	441	517	601		1,006
GO: 그레이브스 안병증														
시장규모	306	316	348	382	421	463	509	560	616	678	684	691		741
연성장률		3%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	1%	1%		1%
진행단계		2b개시	3상개시			허가신청	출시							
점유율							1%	5%	9%	12%	15%	17%		25%
매출액							5	28	55	81	103	118		185
WAIHA: 온난 자가면역성 용혈성 빈혈														
시장규모	540	583	630	680	735	793	857	925	1,000	1,009	1,020	1,101		1,887
연성장률		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	1%	1%	8%		8%
진행단계		2상개시	3상개시	허가신청	출시									
점유율					1%	10%	18%	25%	30%	34%	37%	40%		40%
매출액					7	79	154	231	300	343	377	440		755
3개 적응증 매출액														
					23	168	335	517	709	865	997	1,158		1,946
로열티					15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%		15%
한올바이오 매출액					4	25	50	77	106	130	150	174		292
NOPLAT(세금 10%)					3	23	45	70	96	117	135	156		263
PV of FCF('22~'36)					2	15	28	39	49	55	57	60		52
NPV 합산					705									
CV (GR -10%, 10%할인)					1,038									
NPV+CV					1,743									
성공률 30%					523									
신약가치(환율적용)(A)					575									
기타 적응증 매출액														
					-	-	-	153	463	779	944	1,112		1,703
로열티					15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%		15%
한올바이오 매출액					-	-	-	23	69	117	142	167		255
NOPLAT(세금 10%)					-	-	-	21	62	105	127	150		230
PV of FCF('22~'36)					-	-	-	12	32	49	54	58		45
NPV 합산					600									
CV (GR -10%, 10%할인)					836									
NPV+CV					1,436									
성공률 30%					431									
신약가치(환율적용)(B)					474									
HL161 가치(A+B)														
					1,049									

자료: DB금융투자

HL036 안구건조증 치료제 - 연내 3상(1차) 결과 확인 기대

안구건조증 치료제로 개발중인 HL036(성분명: tanfanercept)은 150kDa의 항 TNF- α 항체를 19kDa으로 단편화 및 분자개량한 물질로 TNF 중화 능력이 높고 국소투여에 장점이 있다. 점안 형태의 안구건조증치료제로 중국 임상2상과 글로벌 임상3상을 진행 중이다. Harbour Biomed가 주도하는 중국 임상2상은 19년 8월 100명 환자의 투약을 완료했고 4Q19 결과 발표가 기대된다. 미국에서 진행중인 임상3상 VELOS-2는 마지막 환자 투약이 개시되었으며 8주간 투약 프로토콜에 따라 11월 중순 투약이 완료되기 때문에 12월 중 Top-line 결과를 기대할 수 있다. HL036의 글로벌 임상3상은 Sign(징후)와 Symptom(증상) 개선의 유효성을 반복적으로 확인해야 하기 때문에, 현재 진행중인 VELOS-2 외에 2차 임상3상을 진행하여 유효성과 안전성을 최종 확인할 계획이다. HL036은 안구건조증 외에 포도막염 및 황반변성에 대해 유리강내 주사방식으로 개발중이며, 점안제 분야에서 강한 일본 Senju와의 공동개발을 통해 주사가 아닌 점안제 형태로도 개발을 진행하고 있다.

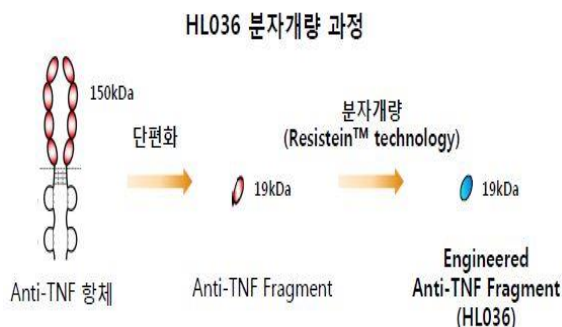
도표 35. HL036 파이프라인 가치 추정

(단위: 백만달러, 십억원)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	...	2036
시장규모	4,800	5,088	5,393	5,717	6,060	6,423	6,809	6,945	7,084	7,226	7,370		8,466
진행단계	3상1차	3상2차	허가신청	출시									
점유율				1%	3%	5%	7%	9%	10%	11%	12%		15%
매출액				57	182	321	477	625	708	795	884		1,270
로열티				30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%		30%
한울바이오 매출액(대용제약 50% 배분)				9	27	48	71	94	106	119	133		190
NOPLAT(세금 10%)				8	25	43	64	84	96	107	119		171
PV of FCF('22~'36)				6	17	27	36	43	45	46	46		34
NPV 합산				556									
CV (GR -10%, 10%할인)				787									
NPV+CV				1,343									
성공률 50%				671									
HL036 가치(환율적용)				739									

자료: DB금융투자

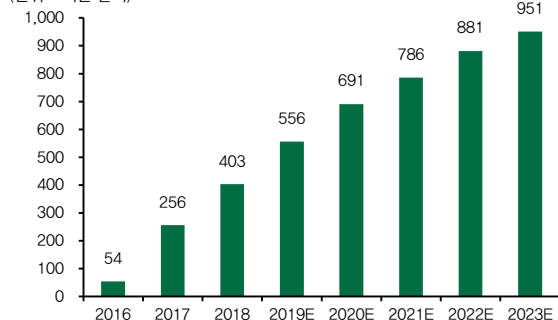
도표 36. HL036 19Da의 개량 단편



자료: 한울바이오파마, DB금융투자

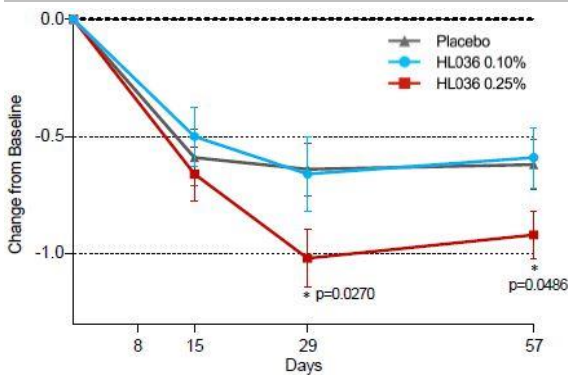
도표 37. 노바티스의 자이드라 매출 전망

(단위: 백만 달러)



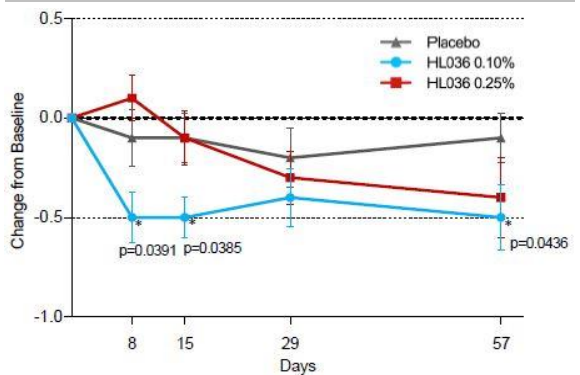
자료: 산업자료, DB금융투자

도표 38. HL036 VELOS-1(임상2상) Sign 결과(ICSS)



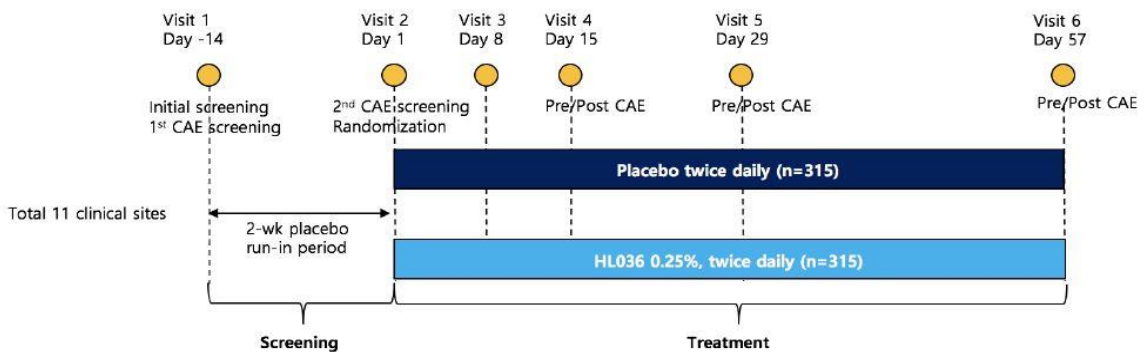
자료: 한울바이오파마, DB금융투자

도표 39. HL036 VELOS-1 Symptom 결과(Pre-CAE)



자료: 한울바이오파마, DB금융투자

도표 40. VELOS-2 임상3상 디자인



자료: 한울바이오파마, DB금융투자

도표 41. 한울바이오파마 2019년 연구 계획

Date	Event	Partners
Mar. 2019	HL036 VELOS-2 study (안구건조증 미국 임상3상) 개시	HANALL BIOPHARM
Apr. 2019	ARVO 2019 Annual Meeting에서 HL036 미국 임상2상 결과 발표	HANALL BIOPHARM
May 2019	AAN 2019 Annual Meeting에서 HL161/RVT-1401 임상1상 결과 발표	IMMUNOVANT
Q2 2019	HL161/RVT-1401, MG/GO 글로벌 임상2상 개시	IMMUNOVANT
Q3 2019	HL036/HBM9036 안구건조증 중국 임상2상 Top-line 결과 도출	HARBOUR BIO MED
Q4 2019	HL161/RVT-1401, 3번째 적응증 글로벌 임상2상 개시	IMMUNOVANT
Q4 2019	HL161/HBM9161, 2개 적응증 중국 임상2상 개시	HARBOUR BIO MED
Q4 2019	HL036 VELOS-2 study (안구건조증 미국 임상3상) Top-line 결과 도출	HANALL BIOPHARM

ARVO, The Association for Research in Vision and Ophthalmology; AAN, American Academy of Neurology

자료: 한울바이오파마, DB금융투자

2019 실적 전망

기술료 수익 증가로 실적 개선

계약금 분할인식 및 마일스톤 유입에 의한 기술료 수익증가로 2019년 매출액은 1,010억원(+10%YoY), 영업이익은 106억원(+93.6%YoY)을 달성할 것으로 전망한다. 2019년 기술료 수익은 Roivant 계약금 3M\$의 분할인식과 임상2상 개시에 따른 마일스톤 약 105억원, Harbour Biomed로부터 약 30억원 정도의 마일스톤 유입에 따라 135억원 수준이 될 것으로 전망한다. 2020년에도 분할인식에 의한 기술료 수익이 일정 수준을 유지하고, 임상 진전에 따라 마일스톤이 추가로 유입될 수 있기 때문에 전체 기술료 수익은 크게 증가할 것으로 전망한다.

도표 42. 한울바이오파마 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	22.1	22.5	24.0	23.2	24.5	29.8	26.4	20.3	91.8	101.0	106.9
%YoY	15.6	9.4	-2.4	16.5	10.9	32.3	10.0	-12.5	9.0	10.0	5.8
의약품	19.5	19.2	21.1	20.8	21.1	21.8	21.0	17.6	80.7	81.5	84.0
기술료	1.7	1.7	1.7	1.0	2.7	5.8	2.3	2.8	6.1	13.5	18.8
기타	0.8	1.3	1.2	1.3	0.8	2.2	1.2	1.8	5.1	6.0	4.1
영업이익	0.3	1.6	2.1	1.5	2.6	7.0	2.3	-1.3	5.5	10.6	10.1
%YoY	흑전	526.1	3.5	29.7	821.3	336.4	10.0	적전	54.6	93.6	-4.5
영업이익률	1.3	7.1	8.9	6.3	10.4	23.5	8.9	적전	6.0	10.5	9.5
당기순이익	0.7	2.7	2.6	-2.7	3.3	4.2	2.9	-0.4	3.3	10.0	9.4
%YoY	흑전	443.6	-5.5	적전	360.0	55.2	12.6	적지	-43.2	202.1	-5.7

자료: 한울바이오파마, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	138	128	136	153	168
현금및현금성자산	42	23	19	34	46
매출채권및기타채권	19	18	25	26	28
재고자산	16	16	20	20	21
비유동자산	30	34	37	38	40
유형자산	13	14	17	19	22
무형자산	10	6	5	4	4
투자자산	2	6	6	6	6
자산총계	169	162	179	197	214
유동부채	53	22	29	37	45
매입채무및기타채무	16	12	19	28	35
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	24	24	24	24
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	57	45	52	61	68
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	112	112	112	112	112
이익잉여금	-24	-21	-11	-2	8
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	111	117	127	136	146

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	42	-3	6	18	16
당기순이익	6	3	10	9	10
현금유출이없는비용및수익	2	10	0	0	1
유형및무형자산상각비	2	2	3	3	4
영업관련자산부채변동	33	-17	-5	8	4
매출채권및기타채권의감소	4	1	-7	-1	-2
재고자산의감소	0	-1	-5	0	-1
매입채무및기타채무의증가	5	-5	7	9	7
투자활동현금흐름	-10	-16	-4	-3	-3
CAPEX	-2	-2	-6	-5	-6
투자자산의순증	0	-4	0	0	0
재무활동현금흐름	1	0	0	0	0
사채및차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-6	0	0
현금의증가	32	-19	-4	15	12
기초현금	9	42	23	19	34
기말현금	42	23	19	34	46

자료: 한올바이오파마 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	84	92	101	107	113
매출원가	42	43	45	49	52
매출총이익	43	49	56	58	61
판매비	39	44	45	48	50
영업이익	4	5	11	10	11
EBITDA	6	7	14	14	15
영업외손익	-1	-1	-2	-2	-2
금융손익	0	3	2	2	2
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-4	-4	-4	-4
세전이익	3	4	8	8	9
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	3	10	9	10
지배주주지분순이익	6	3	10	9	10
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	6	5	10	9	10
증감률(%YoY)					
매출액	1.6	9.0	10.0	5.8	6.0
영업이익	1,140.4	54.6	93.6	-4.5	10.7
EPS	186.0	-43.2	202.1	-5.7	5.2

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	111	63	191	180	189
BPS	2,129	2,238	2,429	2,609	2,798
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	219.3	573.0	159.6	169.2	160.8
P/B	11.5	16.2	12.5	11.7	10.9
EV/EBITDA	206.8	241.4	109.3	110.3	99.1
수익성(%)					
영업이익률	4.2	6.0	10.5	9.5	9.9
EBITDA마진	6.8	8.1	13.6	12.6	13.2
순이익률	6.9	3.6	9.9	8.8	8.7
ROE	5.4	2.9	8.2	7.1	7.0
ROA	4.0	2.0	5.8	5.0	4.8
ROC	23.0	16.1	27.8	26.0	28.3
안정성및기타					
부채비율(%)	51.7	38.8	41.2	44.8	46.6
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%), 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한올바이오파마 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

19/10/08 Buy 38,000 - -

알테오젠

196170

목표주가 - 현재주가(10/07) 39,300원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2019. 10. 08

SC제형 기술 본계약 성사 기대

SC제형 기술 ALT-B4(Hybrozyme[®], hyaluronidase)의 CMO 계약 체결: 알테오젠은 8/19 오송 첨단의료산업진흥재단 바이오의약품생산센터와 위탁생산계약을 체결했다. ALT-B4는 정맥주사용(IV) 바이오의약품을 피하주사용(SC)로 전환할 수 있는 물질로 Halozyme에 이어 세계에서 두 번째로 개발된 기술이다. 알테오젠은 이번 CMO 계약을 통해 cGMP 규격에 맞는 임상시료를 생산하게 되었다. 현재 200L Engineering Run 배치를 생산 중이며 임상시료는 2020년 4월 공급할 계획이다. 알테오젠은 ALT-B4 기술과 관련하여 지난 5월 글로벌 10대 제약사 중 한 곳과 라이선스 옵션 계약을 체결했으며, CMO 시설의 실사를 마치고 연내 본계약으로 진행될 것으로 기대된다.

알테오젠의 재조합 인간 Hyaluronidase, 열안정성, 면역원성, 생산효율 장점: Hyaluronidase(이하 HAase) 성분은 피하에서 약물의 흐름을 저해하는 hyaluronan(이하 HA)층을 분해하여 약물의 흡수, 확산을 용이하게 하고, 피하주사 제형의 투약 부피 한계를 해소한다. Halozyme이 재조합 인간 단백질(rHuPH20)을 개발하여 의료용 중심으로 사용하기 전까지 HAase는 주로 동물에서 추출, 정제하여 미용 용도로 사용해왔다. 재조합 인간 단백질은 동물 유래 대비 알러지 반응이나 면역원성이 낮은 장점이 있다. 자연계에는 다양한 종류의 HAase가 존재하는데 알테오젠의 ALT-B4는 PH20의 일부 도메인을 다른 HAase로 변경하여 동일한 작용기전을 가지면서도 Halozyme의 기술보다 열안정성이 높고, 면역원성이 낮은 결과를 확인할 수 있었다. ALT-B4는 약 20만~30만U/mg로 기존대비 활성이 약 10배 높기 때문에 경제성 측면의 장점도 있다. ALT-B4 기술은 바이오신약, 바이오시밀러의 SC제형 변경, 미용 필러의 부작용을 치료하는 용도로 활용될 수 있다. 최근에는 HAase가 HA와 연관된 종양환경을 조절하는 역할이 보고되고 있기 때문에 항암보조물질로 용도가 확장될 수 있다.

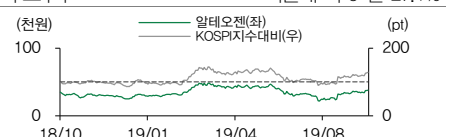
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2014	2015	2016	2017	2018
FYE Dec					
매출액	7	5	7	12	14
(증가율)	16.7	-28.6	40.0	71.4	16.7
영업이익	1	0	-5	-6	-8
(증가율)	-50.0	-100.0	NA	적지	적지
지배주주순이익	1	1	-4	-7	-7
EPS	103	103	-298	-592	-544
PER (H/L)	132.5/100.5	290.8/118.2	NA / NA	NA / NA	NA / NA
PBR (H/L)	4.4/3.3	9.2/3.7	6.9/3.6	9.0/4.2	9.5/3.7
EV/EBITDA (H/L)	139.5/106.3	968.2/337.6	NA/NA	NA/NA	NA/NA
영업이익률	10.3	2.6	-79.1	-51.0	-55.9
ROE	4.4	3.2	-8.6	-17.5	-12.9

Stock Data

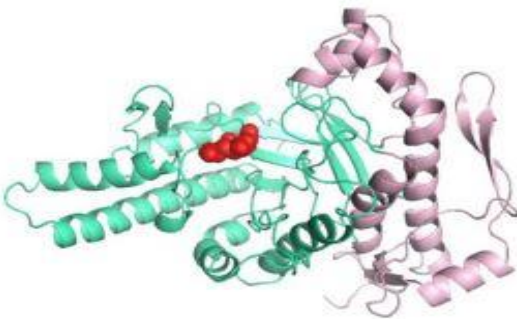
52주 최저/최고	21,700/48,500원
KOSDAQ /KOSPI	627/2,022pt
시가총액	5,380억원
60일-평균거래량	214,498
외국인지분율	6.8%
60일-외국인지분율변동주이	-1.4%p
주요주주	박순재 외 6인 27.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	17.3	19.8	17.1
상대기준	18.1	32.6	44.5

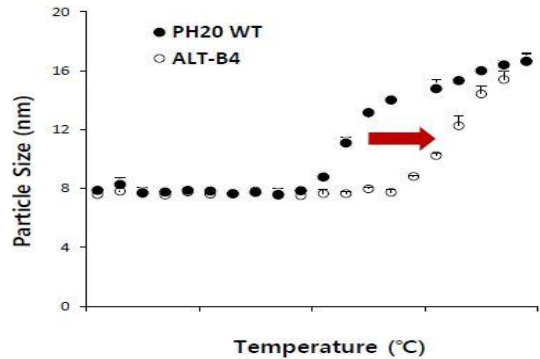
ALT-B4는 Halozyme 고객사의 경쟁사가 찾는 대안이 될 것: ALT-B4는 하나라도 제품 상업화가 가시화 될 경우 Halozyme과 본격 경쟁구도에 들어서면서 대상 고객사가 확대될 수 있다. Halozyme기술을 적용한 고객사가 동일 Class의 경쟁약품과의 계약을 제한할 경우 경쟁사는 알테오젠을 대안으로 찾을 수 있다. 글로벌 제약사와 기술계약을 통해 알테오젠의 기술이 인정받는다면 ALT-B4의 가치는 더 높아질 것으로 판단한다. Halozyme은 현재까지 9개 기업과 잠재 타겟을 포함해 60여개 물질에 적용할 수 있는 계약을 완료했으며 총 계약규모는 약 800M\$다.

도표 43. 도메인이 변경된 ALT-B4 구조



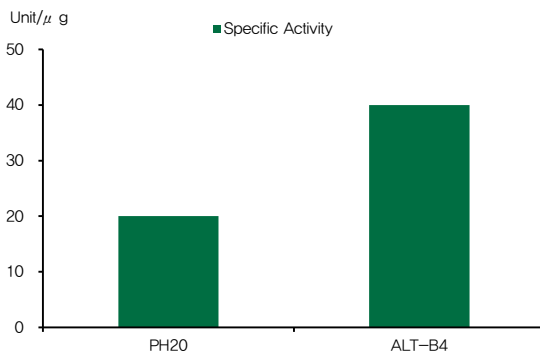
자료: 알테오젠 DB금융투자

도표 44. 열안정성이 높아 제형, 유통, 보관 장점



자료: 알테오젠 DB금융투자

도표 45. 효소 활성이 높다



자료: 알테오젠 DB금융투자

도표 46. 효소 친화력 높고, 대사회전이 빠름 → 반응효율 높음

	K_m (mg/mL)	k_{cat} (1/min)	k_{cat}/K_m (1/min/mg/mL)
PH20	2.29±0.20	0.72±0.01	0.32±0.03
ALT-B4	1.78±0.04	1.31±0.10	0.73±0.04

자료: 알테오젠 DB금융투자

도표 47. Halozyme 계약 내용

(단위: 백만달러, 개)

기업	계약일	계약금	개발 마일스톤	판매 마일스톤	합계	적용 물질 수	기적용 물질 및 물질 대상	개발 단계
Roche	2006.12 / 2017.09 / 2018.10	95	30	22	147	12	Hylecta(Herceptin SC) Hycela(MabThera SC) Perjeta SC Tecentriq SC	허가 허가 3상 1상
Baxalta	2017.09	10	3	9	22		Hyqvia(Immune globulin SC)	허가
Pfizer	2012.12	15	2		17	6	미확인	
Janssen	2014.12	15	15		30	5	Darzalex SC	1~3상
Abbvie	2015.6	23	6		29	9	미확인	
Lilly	2015.12	33			33	5	미확인	1상
BMS	2017.9	105	5		110	11	Opdivo SC BMS-986179	1상 1상
Alexion	2017.12	40	5		45	4	ALXN18180	1상
argenx	2019.2	40	5		45	3	ARCX-113	1상
로열티					287			
합계					765			

자료: Halozyme, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	25	27	39	36	58
현금및현금성자산	9	7	8	5	9
매출채권및기타채권	2	0	2	1	5
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	13	13	9	7	13
유형자산	0	4	5	5	12
무형자산	0	0	2	1	1
투자자산	12	8	0	0	0
자산총계	38	39	48	43	71
유동부채	2	0	2	3	2
매입채무및기타채무	1	0	2	2	2
단기차입금및단기차대	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	2
사채및장기차입금	0	0	0	0	2
부채총계	2	1	3	3	5
자본금	3	3	3	6	7
자본잉여금	28	29	40	38	71
이익잉여금	4	5	2	-6	-13
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	36	39	45	40	67

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	1	2	-3	-4	-9
당기순이익	1	1	-4	-7	-9
현금유출이없는비용및수익	2	2	1	4	3
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	1
영업관련자산부채변동	-1	1	0	0	-3
매출채권및기타채권의감소	-1	2	-1	0	-3
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	1	0	0
투자활동현금흐름	-20	-4	-5	0	-23
CAPEX	0	4	1	1	7
투자자산의순증	-12	4	8	0	0
재무활동현금흐름	27	0	9	2	35
사채및차입금의 증가	-1	-1	0	0	2
자본금및자본잉여금의증가	28	1	11	2	34
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	8	-2	1	-3	4
기초현금	0	9	7	8	5
기말현금	9	7	8	5	9

자료: 알테오젠 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	7	5	7	12	14
매출원가	3	1	6	11	12
매출총이익	4	3	1	1	2
판매비	1	1	2	3	4
영업이익	1	0	-5	-6	-8
EBITDA	1	0	-5	-6	-7
영업외손익	0	1	1	-1	2
금융손익	0	1	1	1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	-2	1
세전이익	1	1	-4	-7	-6
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	1	-4	-7	-7
지배주주지분순이익	1	1	-4	-7	-7
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1	1	-4	-7	-7
증감률(%YoY)					
매출액	27.4	-32.9	44.8	76.9	13.2
영업이익	-52.1	-82.9	적전	적지	적지
EPS	-49.1	-0.2	적전	적지	적지

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

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	103	103	-298	-592	-544
BPS	3,132	3,264	3,618	3,160	4,851
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	122.1	193.1	NA	NA	NA
P/B	4.0	6.1	4.5	7.0	5.9
EV/EBITDA	132.3	617.0	NA	NA	NA
수익성(%)					
영업이익률	10.3	2.6	-79.1	-51.0	-55.9
EBITDA마진	12.6	7.1	-73.9	-47.5	-51.9
순이익률	13.2	25.6	-52.4	-61.5	-51.6
ROE	4.4	3.2	-8.6	-17.5	-13.3
ROA	4.0	3.1	-8.2	-16.4	-12.4
ROIC	46.9	3.9	-62.5	-73.5	-65.9
안정성및기타					
부채비율(%)	6.0	2.2	6.0	8.0	7.0
이자보상배율(배)	7.4	18.3	-10,788.5	-3,313.3	-311.6
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

알테오젠 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realize84

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92

산업분석1팀

은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72
연구원	정광명 연구원	3746	Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo

산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

반도체	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고윤손빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WME타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7기독교방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중원빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.