2020.04.13

에이치엘비 (028300)

바이오 잘 모르겠으면 에이치엘비를 사라

매수

[신규]

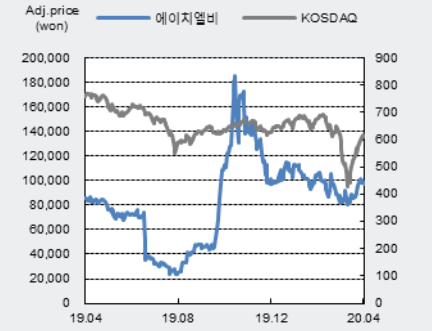
목표주가(12M)	**144,500원**
현재주가(2020.04.10)	97.600원
상승여력	48.1%

제약/바이오 오병용 Analyst
byoh@hygood.co.kr
02-3770-5344

주가지표

KOSPI(04/10)	1,861P
KOSDAQ(04/10)	611P
현재주가(04/10)	97,600원
시가총액	4,220십억원
총발행주식수	5,229만주
120일 평균거래대금	2,079억원
52주 최고주가	213,900원
52주 최저주가	21,800원
유동주식비율	80.9%
외국인지분율(%)	10.31%
주요주주	진양곤 외 5 인 (12.9%)

상대주가차트



캄렐리주맙+리보세라닙 글로벌 병용임상 3상 논의 중.

항서제약과 에이치엘비가 '캄렐리주맙'+'리보세라닙' 글로벌 병용임상을 추가로 진행하기 위해 준비 중이다. 지난 '19년 3월 '캄렐리주맙'+'리보세라닙' 간암 병용임상 3상이 FDA로부터 승인받은 이래로, 항서제약의 주가는 2배 올랐다(표3 참조). 이는 항서제약 대표 신약후보물질인 캄렐리주맙의 글로벌 판매에 대한 기대감이 중국 내에서 상당히 커지고 있는 것으로 해석할 수 있다. 사실 항서제약이 글로벌로 진출하기 위해서는 에이치엘비와의 파트너쉽이 필수다. 현재 ClinicalTrials에 검색되는 캄렐리주맙의 임상은 총 53개이며, 이중 약 40%인 22개가 리보세라닙 병용 임상이다. 다시 말해 리보세라닙 글로벌 판권 없이는 수많은 연구결과의 글로벌 상업화가 불가능하다. 항서제약의 현재 시가총액은 73조원에 이르며, 캄렐리주맙은 이미 중국 내 '19년 5월 호지킨림프종, '20년 3월 간암 대상으로 허가를 받으며 수십조원의 가치를 받고 있다. 곧 위암, 대장암 등에서 캄렐리주맙+리보세라닙 병용임상이 시작될 것으로 예상된다. 공동임상이 많이 진행될수록 글로벌 투자자들은 항서제약과 에이치엘비의 시가총액을 비교하게 될 것이다. 에이치엘비의 시가총액 4조원은 상대적으로 매력적인 가격으로 보인다.

바이오 상승기, 수급은 덜 오른 바이오를 찾고 있다.

국내 주식시장에 수십조원의 자금이 들어오고 있으나, 코로나19의 영향으로 좋아질 만한 업종을 찾기 어려운 상황이다. 따라서 당분간 수급은 바이오로 쏠릴 것으로 예상된다. 최근 1달 새 바이오가 올랐다고 하나, 여전히 주가 수준은 '18년 초 대비 반토막 수준이다. 최근 코로나 관련주들 위주로 주가가 상승하였으나, 코스닥 시가총액 2위 에이치엘비는 별로 오르지 않았다. 수급은 덜 오르고 모멘텀 있는 바이오를 찾고 있다. 에이치엘비를 주목할 때다.

투자의견 '매수' 및 목표가 144,500원 제시.

당사는 에이치엘비에 대해 투자의견 매수 및 목표가 144,500원을 제시한다. 핵심 자산인 리보세라닙, ITI-1001, Apealea의 매출을 각각 예상하였으며, 현금흐름할인법을 이용해 목표가를 산출하였다(표1참조). 바이오 특성상 사업계획이 자주 바뀌고 수정될 것이다. 향후 임상진척도, 사업계획 변동에 따라 변수들을 수정할 예정이다.

(십억원,연결)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	36	38	54	68	147
영업이익	-29	-49	-35	-26	32
영업이익률	-81.0%	-126.8%	-64.7%	-37.8%	21.6%
순이익[지배]	25	-44	-38	-32	17
EPS(원)	613	-1,011	-728	-567	299
PER(배)	130.3	(113.6)	(134.1)	(172.1)	326.0
PBR	19.8	29.2	37.3	48.3	41.8
EV/EVITA	115.2	(127.2)	(148.0)	(222.6)	118.6
ROE(%)	15.2%	-19.5%	-17.9%	8.4%	-95.4%

자료: 에이치엘비, 한양증권

목표가 산정

목표가는 DCF밸류에이션으로 산정한 1)에이치엘비의 가치와, 자회사 2)에이치엘비생명과학의 지분가치를 합산하여 산정하였다. 무위험이자율 1.5%, 시장위험프리미엄은 11.9%를 가정하였으며, 베타는 52주 주별 베타인 0.87을 사용하였다. 영구성장률은 2.5%를 가정하였다.

[도표 1] 에이치엘비 DCF 밸류에이션

(십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액(연결기준)	38.4	53.8	67.9	147.2	158.4	259.3	393.4	615.7	859.2	1,267.1	1,397.0	1,337.8
리보세라닙	-	-	7.9	13.1	69.1	148.2	247.1	411.8	613.8	954.0	1,089.2	1,034.7
위암 3 차요법	-	-	7.9	13.1	21.9	36.5	60.8	101.3	96.2	91.4	86.8	82.5
간암 1 차요법	-	-	-	-	26.8	44.6	74.4	123.9	206.6	344.3	327.0	310.7
대장암 3 차요법	-	-	-	-	20.5	34.1	56.9	94.8	158.0	263.3	250.1	237.6
선양낭성암 1 차요법	-	-	-	-	0.0	4.7	7.9	13.1	21.9	36.5	60.8	57.7
위암 2 차요법	-	-	-	-	0.0	28.3	47.2	78.7	131.2	218.7	364.5	346.3
Apealea	-	3.8	6.3	10.5	17.5	29.2	48.6	81.0	81.8	82.6	83.5	84.3
ITI-1001(GBM)	-	0.0	0.0	0.0	12.6	21.0	35.0	58.3	97.2	162.0	153.9	146.2
마일스톤 및 로열티	-	10.8	13.8	82.8	17.6	18.5	19.4	20.4	21.4	22.5	23.6	24.8
리보세라닙중국로열티	-	10.8	13.8	16.8	17.6	18.5	19.4	20.4	21.4	22.5	23.6	24.8
알러지마일스톤	-	-	-	66.0	-	-	-	-	-	-	-	-
주사기, 구명정, 파이프 등 기타	38.4	39.2	40.0	40.8	41.6	42.4	43.3	44.1	45.0	45.9	46.8	47.8
매출액(연결기준)	38.4	53.8	67.9	147.2	158.4	259.3	393.4	615.7	859.2	1,267.1	1,397.0	1,337.8
EBIT	-48.7	-34.6	-25.4	32.1	47.8	134.2	232.5	374.3	528.4	786.7	871.6	833.6
NOPAT	-48.7	-34.6	-25.4	25.6	38.3	107.3	186.0	299.5	422.7	629.4	697.3	666.8
감가상각비	2.2	4.4	14.8	16.3	16.6	16.9	17.3	17.6	18.0	18.3	18.7	19.1
Capex	1.9	120.0	21.4	2.9	3.2	5.2	7.9	12.3	12.6	12.8	13.1	13.3
운전자본증감	-32.6	2.8	3.5	13.5	5.8	23.1	33.4	56.8	66.5	111.2	43.7	-7.4
FCF	-15.9	-153.1	-35.5	25.4	45.9	96.0	162.0	247.9	361.6	523.7	659.2	680.0

예측가치	1,309.9
잔여가치	4,921.8
순재무부채가치	85.9
연결실체의 가치	6,145.8
비지배지분가치	141.2
지배지분가치	6,004.6
발행주식(1,000 주)	42,739
주당가치(원)	140,494

(주요 가정)			
영구성장률	2.5%	Liabilities as a% of EV	48.0%
Risk-free rate	1.5%	WACC	7.5%
Risk Premium	11.9%		
Beta	0.87		
Cost of debt	3.5%		

출처 : 한양증권 리서치센터

[도표 2] 목표주가 산출

구분	금액(십억원)	비고
에이치엘비 영업가치(1)	6,005	표 1 참조
에이치엘비생명과학 지분가치(2)	172	현재 시가총액 9,296 억원의 18.49%
기업가치(3)	6,176	
발행주식수(천주)	42,739	
주당가치(원)	144,516	
목표주가(원)	144,500	
현재주가(원)	97,600	
UPSIDE	48.5%	

출처 : 한양증권 리서치센터

[도표 3] 항서제약 주가 추이

출처: 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	36	38	54	68	147
매출원가	30	34	24	25	27
매출총이익	6	4	30	43	120
매출총이익률(%)	17.9%	10.2%	55.6%	62.6%	81.8%
판매비와관리비등	36	53	65	68	89
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	-29	-49	-35	-26	32
영업이익률(%)	-81.0%	-126.8%	-64.7%	-37.8%	21.6%
조정영업이익	-29	-49	-35	-26	32
EBITDA	27	-39	-30	-20	38
EBITDA 마진율(%)	73.9%	-101.2%	-55.2%	-29.4%	25.7%
조정 EBITDA	-28	-47	-30	-21	37
순금융손익	18	-6	-6	-9	-10
이자손익	-12	-19	-6	-9	-10
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-7	1	1	1
종속기업및관계기업관련손익	29	2	0	0	0
법인세차감전계속사업손익	14	-60	-41	-34	22
당기순이익	14	-60	-40	-34	18
당기순이익률(%)	37.4%	-155.3%	-75.3%	-50.1%	12.2%
지배지분순이익	25	-44	-38	-32	17
비지배지분순이익	-12	-15	-2	-2	1
총포괄이익	19	-52	-40	-34	18

Balance sheet	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	117	70	39	88	112
재고자산	4	5	5	7	15
단기금융자산	73	13	13	13	13
매출채권및기타채권	9	9	12	16	34
현금및현금성자산	30	41	2	35	-1
비유동자산	187	293	390	396	403
유형자산	13	13	28	25	22
무형자산	134	134	233	233	233
투자자산	38	144	126	136	146
자산총계	304	363	428	484	515
유동부채	21	68	69	70	72
단기차입금	6	10	10	10	10
매입채무및기타채무	9	54	55	56	58
비유동부채	74	106	206	296	306
사채	27	71	171	261	271
장기차입금	5	4	4	4	4
부채총계	95	173	274	365	378
지배주주지분	175	185	149	115	133
자본금	20	21	29	29	29
자본및이익잉여금	169	378	336	301	319
기타자본	-15	-222	-222	-222	-222
비지배지분	35	4	5	3	4
자본총계	210	189	154	118	137

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판관비

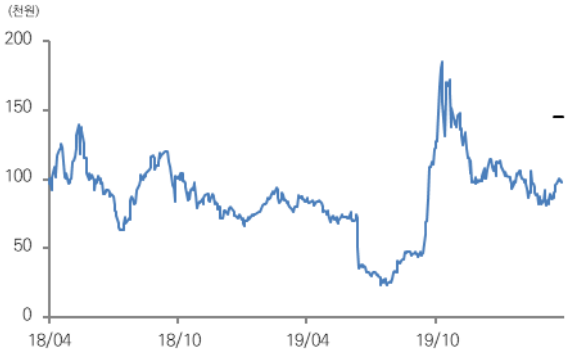
Cash flow statement	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-29	-49	-47	-49	-38
당기순이익	14	-60	-40	-34	18
현금유출이없는비용및수익	-37	15	6	10	15
유형자산감가상각비	1	2	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-39	12	2	4	10
영업활동관련자산부채변동	-6	-2	-7	-15	-56
매출채권및기타채권의감소	-2	1	-3	-3	-18
재고자산의감소	1	-1	0	-1	-8
매입채무및기타채무의증가	0	-1	1	1	3
기타	-4	0	-4	-11	-33
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	-2	-6	-9	-14
투자활동으로인한현금흐름	-28	-27	-80	10	8
투자자산의 감소(증가)	7	-107	19	-10	-10
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-2	-20	-1	-3
무형자산의 감소(증가)	0	0	-100	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-54	61	0	0	0
기타	18	21	21	21	21
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	80	87	109	94	14
장기차입금의증가(감소)	0	2	0	0	0
사채의증가(감소)	55	80	100	90	10
자본의 증가(감소)	0	0	5	0	0
기타	26	5	4	4	4
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-20	-23	-20
현금의 증가	23	11	-39	32	-35
기초현금	7	30	41	2	34
기말현금	30	41	2	34	-1

Valuation Indicator	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Per Share (원)					
EPS(당기순이익 기준)	327	-1,359	-766	-597	315
EPS(지배순이익 기준)	613	-1,011	-728	-567	299
BPS(자본총계 기준)	4,840	4,026	2,703	2,076	2,407
BPS(지배지분 기준)	4,044	3,941	2,620	2,022	2,337
DPS(보통주)	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER(당기순이익 기준)	244.2	-84.5	-127.4	-163.5	309.7
PER(지배순이익 기준)	130.3	-113.6	-134.1	-172.1	326.0
PBR(자본총계 기준)	16.5	28.5	36.1	47.0	40.5
PBR(지배지분 기준)	19.8	29.2	37.3	48.3	41.8
EV/EBITDA (발표 기준)	115.2	-127.2	-148.0	-222.6	118.6

Financial Ratio	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성(%)					
매출액증가율	57.3%	6.2%	39.9%	26.4%	116.6%
영업이익증가율	12.3%	66.2%	-28.6%	-26.2%	-223.9%
EPS(당기순이익 기준) 증가율	160.7%	-515.4%	43.6%	22.1%	152.8%
EPS(지배기준) 증가율	246.9%	-264.9%	28.0%	22.1%	152.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	195.1%	-245.3%	23.6%	32.7%	289.5%
수익성(%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.4%	-29.9%	-23.6%	-25.0%	14.1%
ROE(지배순이익 기준)	20.1%	-24.7%	-23.0%	-24.5%	13.8%
ROIC	-19.6%	-37.0%	-20.6%	-10.9%	9.5%
ROA	5.5%	-17.9%	-10.2%	-7.5%	3.6%
배당수익률	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
안전성(%)					
부채비율	45.1%	91.6%	177.9%	308.4%	275.2%
순차입금비율(자본총계 대비)	-23.0%	18.6%	112.8%	195.3%	201.3%
이자보상비율	-2.3%	-2.5%	-5.3%	-2.6%	3.1%

자료 : 에이치엘비, 한양증권

TP Trend



투자의견 비율공시

구분	매수	중립	매도
비율	91.3%	8.7%	

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	괴리율	
에이치엘비	028300	20/03/30	N.R	-	-	-
에이치엘비	028300	20/04/13	매수	144,500	-	-

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:오병용)
- 기업 투자의견
  - 매수 향후 12개월간 15% 이상 상승예상
  - 중립 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
  - 매도 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견
  - 비중확대 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - 중립 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - 비중축소 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

한양증권 점포현황 www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료 입니다.본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.