

# 에이치엘비 (028300)

| 제약/바이오 Analyst 오병용 02) 709-2621 byoh@taurus.co.kr

## 자회사 LSKB 흡수합병. 대단한 호재다.

2019년 6월 17일

투자의견 Strong BUY(유지)

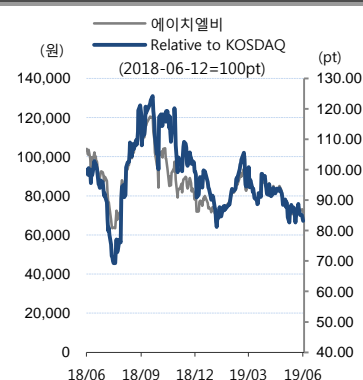
목표주가 165,700원  
 현재주가 (6월 14일) 71,700원  
 Upside 131.1%

KOSDAQ	722.3pt
시가총액(보통주)	2,813십억원
발행주식수	39,235천주
액면가	500원
자본금	20십억원
60일 평균거래량	354천주
60일 평균거래대금	28,009백만원
외국인 지분율	11.3%
52주 최고가	126,000원
52주 최저가	58,600원
주요 대주주	
진양근외 3인	11.8%
자사주(외 1인)	0.3%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.2	-4.9
3M	-15.2	-10.9
6M	-0.4	-8.8

### 주가차트



### '리보세라닙'을 보유한 자회사 LSKB 흡수합병 공시.

- 6/13일 에이치엘비는 지분을 59.8%의 핵심 자회사 LSKB(LSK BioPartners)를 흡수 합병한다고 공시했다. 동사의 100% 미국 자회사인 HLB USA가 LSKB의 주주들과 지분 스왑을 통해 LSKB지분을 모두 인수하는 방식이다. 다만 LSKB 주주들에게 HLB USA의 지분 대신 모회사 에이치엘비의 주식을 합병대가로 지급하는 삼각합병 방식이다. 따라서 에이치엘비는 HLB USA에 3자배정 유상증자로 2,609,135주를 발행한다고 공시했으며, HLB USA는 배정받은 에이치엘비 주식으로 LSKB주주들이 보유한 나머지 40.2% 지분을 인수할 예정이다.

### 6.6% 희석효과 있으나, 리보세라닙 40%권리를 더 가져온다. 무조건 호재다.

- 에이치엘비 입장에서 이번 계약의 핵심은 **증자로 인해 약 6.6%의 추가희석효과가 있겠으나, LSKB지분 40%를 가져오게 됐다**는 것이다. 에이치엘비의 기업가치가 3조원에 달하는 것은 전적으로 자회사 LSKB가 보유하고 있는 신약후보물질 '리보세라닙' 때문이다. 합병계약으로 LSKB는 사라지고 동사가 실질적으로 HLB USA를 통해서 '리보세라닙'의 모든 권리를 확보하게 됐다. **상식적으로 59.8%를 보유했을 때 3조원 가치였다면 100%를 보유했을 때의 가치는 훨씬 커져야 옳다.** 당분간 주가 상승을 예상할 수 밖에 없다.

### 말 못할 약점이 깔끔하게 해소되었다.

- 기존 에이치엘비의 가장 큰 약점은 지분구조였다. 기존 동사의 LSKB 지분은 59.8%에 불과했고, 에이치엘비생명과학이 15.1%를 보유하고 있었다. 동사 가치 평가에서 항상 -40%의 디스카운트를 받을 수 밖에 없는 구조였다. 또한 리보세라닙 가치를 에이치엘비가 아닌 HLB생명과학에 몰아줄 수 있다는 우려가 생길 수 있었고, LSKB의 나스닥 상장 우려도 있었다. 이제는 이러한 우려가 말끔히 사라졌다.

### 왜 지금 합병했을까? - 임상에 대한 자신감이다.

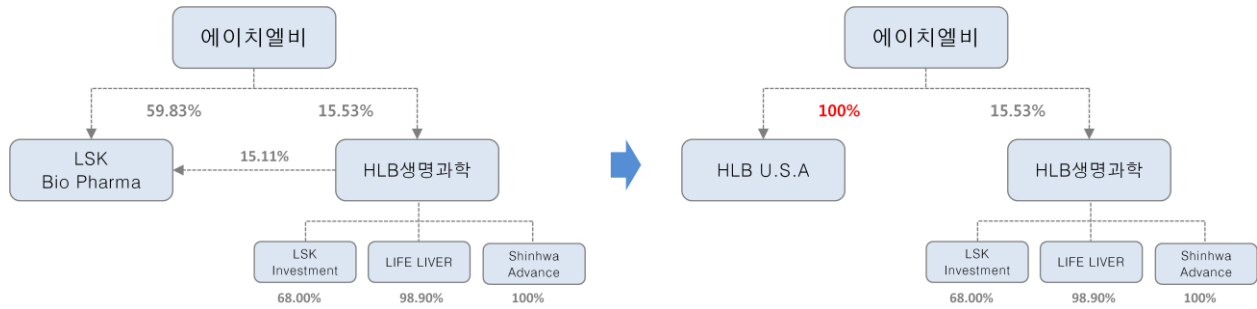
- 6월 말 '리보세라닙'의 위암 글로벌 임상 3상 결과발표가 예정되어 있다. 동사가 결과발표 이전에 합병을 단행한 이유는 결과발표 시 LSKB의 밸류가 급격히 증가할 것을 우려했기 때문으로 추측할 수 있다. 100% 권리를 확보 한 후에 임상 발표, 시판허가, L/O등을 진행하겠다는 뜻일 것이다. 여기서 우리는 임상 결과에 대한 동사의 자신감을 읽어낼 수 있다. Strong BUY의견을 유지한다.

### Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	23.0	36.2	48.8	147.2	69.0
영업이익	-26.1	-29.3	-12.4	107.1	39.1
영업이익률(%)	-113.5	-81.0	-25.5	72.8	56.7
세전이익	-33.4	13.5	-18.4	105.6	40.1
지배주주지분순이익	-16.5	25.3	-14.1	71.8	30.5
EPS(원)	-460	678	-361	1,830	778
증감률(%)	적지	흑전	적전	흑전	-57.5
ROE(%)	-19.9	20.1	-7.8	32.1	11.1
PER (배)	-84.1	117.9	-198.7	39.2	92.2
PBR (배)	18.1	18.0	15.1	10.9	9.7
EV/EBITDA (배)	-57.5	-110.3	-266.7	23.1	53.2

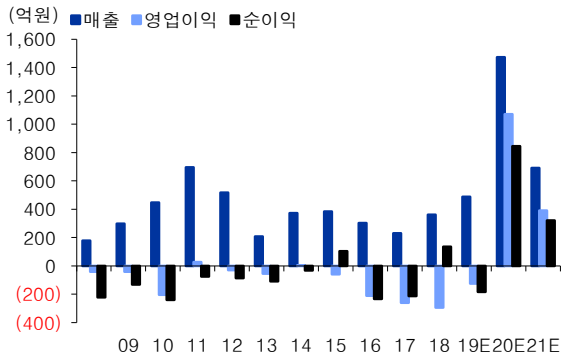
자료: 에이치엘비, 토러스투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 지분구조 변화



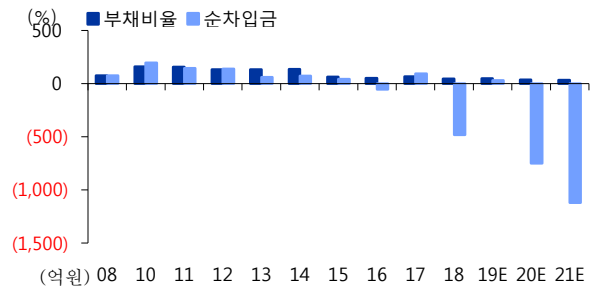
자료 : DS투자증권 리서치센터

그림2 연간 실적 추이 및 전망



자료 : DS투자증권 리서치센터

그림3 부채비율, 순차입금 추이



자료 : DS투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	35.3	117.1	76.3	153.9	191.5
현금및현금성자산	7.3	30.2	44.7	127.6	161.7
매출채권 및 기타채권	3.7	9.0	6.5	6.2	6.5
재고자산	4.1	3.9	4.8	4.6	4.8
기타유동자산	20.1	74.1	20.3	15.6	18.5
<b>비유동자산</b>	152.9	186.9	255.2	251.4	246.2
관계기업투자등	12.1	37.0	102.1	106.3	110.6
유형자산	10.3	12.8	13.2	4.6	-5.6
무형자산	126.6	133.6	136.3	136.8	137.4
<b>자산총계</b>	188.2	304.0	331.5	405.3	437.7
<b>유동부채</b>	42.3	20.9	23.2	22.8	23.4
매입채무 및 기타채무	6.8	8.5	9.3	8.8	9.3
단기금융부채	31.8	11.2	12.0	12.0	12.0
기타유동부채	3.7	1.2	1.9	2.0	2.2
<b>비유동부채</b>	32.2	73.6	85.0	86.2	87.5
장기금융부채	4.3	44.1	54.1	54.1	54.1
기타비유동부채	27.9	29.5	30.9	32.1	33.4
<b>부채총계</b>	74.5	94.5	108.1	109.0	110.9
<b>지배주주지분</b>	77.2	174.7	186.9	259.9	290.4
<b>자본금</b>	18.2	19.6	19.6	19.6	19.6
<b>자본잉여금</b>	93.2	129.9	143.3	143.3	143.3
<b>이익잉여금</b>	-19.8	39.6	25.5	97.3	127.8
<b>비지배주주지분(연결)</b>	36.4	34.8	36.4	36.4	36.4
<b>자본총계</b>	113.7	209.5	223.4	296.3	326.8

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 에이치엘비, DS투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	23.0	36.2	48.8	147.2	69.0
<b>매출원가</b>	20.8	29.7	23.6	6.2	6.5
<b>매출총이익</b>	2.2	6.5	25.2	140.9	62.5
<b>판매비 및 관리비</b>	28.3	35.8	37.6	33.8	23.3
<b>영업이익</b>	-26.1	-29.3	-12.4	107.1	39.1
<b>(EBITDA)</b>	-24.5	-27.9	-10.6	118.6	50.8
<b>금융손익</b>	-3.9	-11.8	-6.6	-3.3	-3.2
<b>이자비용</b>	4.2	12.8	7.6	4.0	4.0
<b>관계기업등 투자손익</b>	1.7	28.8	-0.8	1.8	4.2
<b>기타영업외손익</b>	-5.0	25.8	1.5	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	-33.4	13.5	-18.4	105.6	40.1
계속사업법인세비용	-12.0	0.0	0.0	21.1	8.0
<b>계속사업이익</b>	-21.3	13.5	-18.4	84.5	32.1
<b>중단사업이익</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	-21.3	13.5	-18.4	84.5	32.1
지배주주	-16.5	25.3	-14.1	71.8	30.5
<b>총포괄이익</b>	-22.6	15.5	-20.5	85.6	32.1
<b>매출총이익률 (%)</b>	9.5	17.9	51.6	95.8	90.5
<b>영업이익률 (%)</b>	-113.5	-81.0	-25.5	72.8	56.7
<b>EBITDA 마진률 (%)</b>	-106.4	-77.2	-21.6	80.6	73.6
<b>당기순이익률 (%)</b>	-92.7	37.4	-37.7	57.4	46.5
<b>ROA (%)</b>	-8.8	10.3	-4.4	19.5	7.2
<b>ROE (%)</b>	-19.9	20.1	-7.8	32.1	11.1
<b>ROIC (%)</b>	-17.5	-18.1	-7.3	71.6	28.6

자료: 에이치엘비, DS투자증권 리서치센터

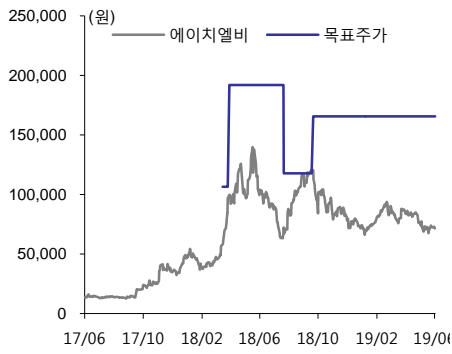
Cashflow Statement					
(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-21.3	-26.8	-9.5	84.1	39.2
당기순이익(손실)	-21.3	13.5	-18.4	84.5	32.1
<b>비현금수익비용가감</b>	0.1	-37.4	8.0	-0.5	7.1
유형자산감가상각비	1.5	1.2	1.8	11.5	11.6
무형자산상각비	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
기타현금수익비용	3.0	-58.1	6.2	-12.0	-4.5
<b>영업활동 자산부채변동</b>	-0.8	-3.2	1.0	0.1	0.0
매출채권 감소(증가)	-0.4	-2.2	2.2	0.3	-0.3
재고자산 감소(증가)	-0.3	1.0	-0.9	0.2	-0.2
매입채무 증가(감소)	-0.3	-0.4	0.3	-0.5	0.4
기타자산, 부채변동	0.2	-1.6	-0.6	0.0	0.1
<b>투자활동 현금</b>	-12.7	-30.9	-11.4	-1.2	-5.1
유형자산처분(취득)	-1.7	0.1	-1.3	-2.9	-1.4
무형자산 감소(증가)	-0.4	0.0	-0.6	-0.6	-0.6
투자자산 감소(증가)	-10.7	2.9	-9.5	2.5	-3.0
기타투자활동	0.1	-33.9	-0.1	-0.1	-0.1
<b>재무활동 현금</b>	32.0	80.3	35.6	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	30.7	74.2	20.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	15.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.3	6.1	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	-2.0	22.9	14.5	82.9	34.1
기초현금	9.4	7.3	30.2	44.7	127.6
기말현금	7.3	30.2	44.7	127.6	161.7
<b>NOPLAT</b>	-18.9	-21.3	-9.0	85.7	31.3
<b>FCF</b>	-34.6	-58.0	-20.8	82.9	34.1

자료: 에이치엘비, DS투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-84.1	117.9	-198.7	39.2	92.2
P/B	18.1	18.0	15.1	10.9	9.7
P/S	60.4	82.6	57.6	19.2	41.0
EV/EBITDA	-57.5	-110.3	-266.7	23.1	53.2
P/CF	-	-	-	33.7	72.0
<b>배당수익률 (%)</b>	-	-	-	-	-
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-23.7	57.3	34.9	201.6	-53.1
영업이익	적지	적지	적지	흑전	-63.4
세전이익	적지	흑전	적전	흑전	-62.0
당기순이익	적지	흑전	적전	흑전	-62.0
EPS	적지	흑전	적전	흑전	-57.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	65.5	45.1	48.4	36.8	33.9
유동비율	83.4	559.9	329.4	675.4	819.0
순차입금/자기자본(x)	8.2	-23.0	1.4	-25.3	-34.3
영업이익/금융비용(x)	-617.5	-229.6	-164.2	2,702.0	987.7
총차입금 (십억원)	36.1	55.3	66.0	66.0	66.0
순차입금 (십억원)	9.3	-48.1	3.1	-75.0	-112.0
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-460	678	-361	1,830	778
BPS	2,134	4,438	4,741	6,591	7,365
SPS	640	968	1,245	3,732	1,750
CFPS	-	-	-	2,130	995
DPS	-	-	-	-	-

자료: 에이치엘비, DS투자증권 리서치센터

에이치엘비(028300) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018-05-14	Strong Buy	192,000	1년	-49.3	-27.1
2018-06-07	Strong Buy	192,000	1년	-53.9	-39.8
2018-08-01	Strong Buy	117,800	1년	-15.9	2.3
2018-10-01	Buy	165,700	1년	-50.1	-27.3
2018-10-12	Strong Buy	165,700	1년	-50.6	-37.0
2018-11-08	Strong Buy	165,700	1년	-51.7	-41.9
2019-02-11	Strong Buy	165,700	1년	-51.1	-43.3
2019-04-03	Strong Buy	165,700	1년	-52.5	-46.8
2019-06-17	Strong Buy	165,700	1년	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)			투자의견 비율 (%)
기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	13.5
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	84.1
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.4
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2019. 04. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성사: 오병용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.