

BUY

한미약품

128940 기업분석 | 제약

신약 기술수출, 해본 회사가 더 잘한다

2015. 07. 29

목표주가(상향)	700,000원
현재주가(07/28)	545,000원
Up/Downside	+28.4%
투자의견(유지)	Buy

Analyst
정보라
02 369 3314
bora@dongbuhappy.com

Investment Points

폐암치료제 'HM61713', 다국적제약사 베링거인겔하임과 총 7억 3천만달러 기술 수출 계약 한 미약품은 내성표적 폐암신약 HM61713을 베링거인겔하임(14년 매출 133억유로, 약 17조 원)과 7억 3천만달러 규모의 기술수출 계약을 체결했다고 밝혔다. 이는 지난 3월 한미와 일라 이릴리의 6억 9천만달러 계약을 경신한 것으로 국내 제약 역사상 최대 규모이다. 한미는 초기 기술료 5천만달러를 받게 되었으며, 임상시험, 시판허가에 성공할 경우 단계별 마일스톤 6억 8천만달러를 받고, 향후 판매에 따른 로열티는 두자리수 퍼센트인 것으로 알려졌다.

HM61713은 3세대 EGFR 표적항암제. HM61713은 EGFR 돌연변이만을 선택적으로 억제하는 표적항암 신약이다. 특히 아레사나 테사바와 같은 기존의 EGFR-TKI에 대해 내성을 보인 T790M 돌연변이 양성 폐암환자에 대해 높은 약물 반응률과 종양감소 효과를 보일 뿐 아니라 부작용도 감소하였다는 임상 중간결과를 지난 ASCO(미국 항암학회)에서 발표하였다.

Action

2번째 신약 빅딜 성공, 목표주가 70만원으로 상향. 폐암치료제를 다국적제약사 베링거인겔하임으로 기술이전함에 따라 한미는 2번째 빅딜에 성공하였으며, 신약개발 성공확률과 향후 기대 매출도 급상승하였다는 판단이다. HM61713의 경우 출시 후 최대 매출 2조원까지 기대할 수 있는 블록버스터로 성장할 것으로 예상되며, 올해 2건의 기술계약으로 인해 올해 영업이익은 1,000억원 내외에 이를 것으로 추정된다. 따라서 실적 증가과 신약가치 상승을 반영하여 목표 주가를 70만원으로 상향한다.

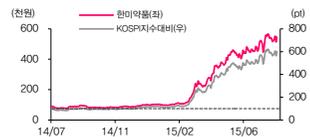
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 억원, 원, 배, %)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
FYE Dec					
매출액	7,301	7,613	9,077	10,007	11,091
(증가율)	8.3	4.3	19.2	10.2	10.8
영업이익	619	345	1,068	1,417	2,026
(증가율)	28.7	-44.3	209.6	32.7	43.0
지배주주순이익	439	355	782	993	1,424
EPS	4,693	3,510	7,639	9,705	13,921
PER (H/L)	34.3/21.1	38.7/21.5	72.4	57.0	39.7
PBR (H/L)	3.7/2.3	2.6/1.5	9.3	8.0	6.7
EV/EBITDA (H/L)	19.3/12.9	26.1/16.9	41.1	32.0	23.1
영업이익률	8.5	4.5	11.8	14.2	18.3
ROE	11.4	7.6	13.8	15.1	18.3

Stock Data

52주 최저/최고	76,712/567,000원
KOSDAQ/KOSPI	745/2,039pt
시가총액	55,758억원
60일-평균거래량	222,936
외국인지분율	8.8%
60일-외국인지분율변동추이	+2.6%p
주요주주	한미사이언스 외 2 인 41.4%



주기상승률	1M	3M	12M
절대기준	14.0	53.7	498.2
상대기준	16.9	61.9	501.1

2번째 신약 기술 수출 성공, 기대감은 계속 커진다

한미약품, 사상 최대 규모의 신약 기술수출 계약 체결

한미약품은 내성표적 폐암 신약 HM61713을 다국적제약사 베링거인겔하임(14년 매출액 약 17조원)으로 7억 3천만달러 규모에 기술수출하였다고 밝혔다. 이는 지난 3월 한미가 일라이릴리와 BTK 저해제 기술수출로 기록한 계약규모 6억 9천만달러를 4달만에 경신한 사상최대 규모이다. 이로써 한미약품은 올해 벌써 2건의 신약개발 빅딜에 성공하게 되었다. 이번 계약을 통해 한미는 초기기술료 5천만달러와 단계별 마일스톤 6억 8천만달러, 그리고 출시 후 판매에 따른 로열티 두자릿수 퍼센트를 받게 되었다.

HM61713은 EGFR 변이 폐암 중 기존 치료제에 내성을 가진 환자에 사용하는 표적 항암제

HM61713은 EGFR(암세포 성장에 관여하는 신호전달물질) 돌연변이로 인한 폐암을 치료하는 표적항암제이다. 전체 폐암 환자 중 백인 비소세포폐암 환자의 10~15%, 아시아인은 40% 내외가 EGFR 변이가 나타나는 것으로 알려져 있다. EGFR 변이가 있는 폐암환자는 EGFR 변이세포에 선택적으로 작용하는 EGFR TKI(상피세포성장인자수용체 티로신키나제 억제제)인 ‘이레사’나 ‘타세바’를 항암치료에 사용하게 된다. 하지만 이런 1,2세대 EGFR TKI를 사용하면 환자의 약 60% 정도에서 T790M 돌연변이가 나타나고, 기존 항암제에 대한 내성이 나타나 항암제의 약효가 급속하게 떨어지게 되는 문제가 있었다. 3세대 EGFR 항암제는 T790M 돌연변이 단백질을 선택적으로 억제하여 기존 항암제에 대한 내성환자 치료를 목적으로 개발되고 있으며, 한미의 HM61713은 3세대 EGFR 항암제 중 하나이다. 한미는 지난 5월 미국암학회(ASCO)에서 HM61713이 폐암치료제 내성환자(T790M 돌연변이 양성)의 95.2%에서 질환조절효과가 있고, 그 중 54.8%에서 증상감소 효과가 나타난다는 임상 1/2상 중간결과를 발표하였다. 현재 한국과 미국에서 내성환자에 대한 임상 2상이 진행 중이며, 국내에서 1차 치료제로서 약효를 확인하기 위한 임상 2상도 계획 중이다.

도표 1. 한미약품 Valuation

구분	평가액
연결기준 영업가치(억원)	35,460
16년 순이익(억원)	1,182
타겟 멀티플 (상위제약사 평균 PER)	30배
주당 영업가치(원)	346,563
신약가치(억원)	34,842
BTK 저해제(원)	128,664
인슐린 1주 제형(원)	46,830
GLP-1 단일제제와 GLP-1/Insulin combo(원)	65,242
EGFR 항암제	105,008
주당 신약가치(원)	345,744
목표주가(원)	692,307

자료: 동부 리서치

도표 2. HM61713 가치산정

	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
A. 비소세포폐암시장(억달러)		52.5	57.7	63.5	69.8	76.8	85.0	91.8	99.1	107.1
이레사 매출	3.9	6.2	6.0		6.4		5.3			
타세바 매출	13.6	13.0	12.7		11.5		4.4			
AZD9291 매출			1.9		6.1		12.2			
B. 매출액(A+C, 2026년 점유율 15% 가정, 억달러)					1.4	2.3	4.3	6.4	9.9	12.8
E. 진행 단계		Upfront	Phase3	NDA						
F. 마일스톤(억달러)		0.5	1	1.5	1				1	
G. 로열티(15% 가정, 억달러)					0.21	0.35	0.64	0.96	1.49	1.93
H. 총 수익(F+G, 억달러)		0.5	1.0	1.5	1.2	0.3	0.6	1.0	2.5	1.9
I. 현재가치(할인을 5.0%, 억달러)		0.5	0.95	1.36	1.04	0.28	0.50	0.72	1.77	1.30
J. NPV(현재가치 총 합산, 2015~2030, 억달러)	19.53									
K. 할인율 50% 가정(성공확률과 한미약품 수익분)	9.8									
L. 원화 환산 현재가치(환율 1,100원/\$, 억원)	10,743									
M. 발행주식수(1,000주)	10,231									
N. 주당 현재가치(원)	105,008									

주: 시장 자료는 BGI Reserch, 약물매출 추정은 Drug analyst consensus 참고
자료: 동부 리서치

베링거인겔하임 빠른 속도로 임상 진행할 것으로 기대 → 폐암 치료제에 있어 최적의 파트너

현재 T790M 돌연변이 양성(내성환자) 폐암을 대상으로 개발 중인 약물은 ‘로실리티닙(CO-1686, Clovis Oncology)’과 ‘AZD9291(아스트라제네카)’가 대표적이다. 로실리티닙은 올해 말 FDA 품목허가를 기대하고 있으며, AZD9291은 임상 3상을 진행 중이다. 베링거인겔하임은 보도자료를 통해 HM61713이 현재 T790M 돌연변이 환자를 대상으로 글로벌 2상을 진행하고 있으며, 2016년 임상 3상 시작을 위한 준비도 시작되었다고 밝히면서 2017년 미국 허가를 목표로 하고 있다고 발표하였다. 또한 베링거인겔하임이 보유하고 있는 폐암치료제 ‘지오텍립’과 ‘바기테프’와의 시너지를 기대하고 있는 상황이다. 애널리스트들의 컨센서스에 따르면 아스트라제네카의 AZD9291은 발매 5년 후 매출이 12억달러를 넘어설 것으로 예상하고 있기 때문에 특히 폐암치료제 파이프라인이 강한 베링거인겔하임이 마케팅을 할 경우 HM61713의 최대 매출은 20억달러에 달할 것으로 기대된다.

기술로 반영하여 실적 추정치 상황 + HM61713의 가치도 상황 조정

지난 BTK 저해제의 기술수출에 따른 초기 기술료 5천만달러 중 상당부분이 한미약품의 2분기 실적에 반영될 예정이다. 또한 이번 폐암치료제 기술이전으로 인해 늦어도 4분기에 대규모 기술료가 인식되면서 올해 동사의 영업이익은 1,000억원 내외에 이를 것으로 전망된다. 16년에는 BTK 저해제 임상 2상 진입에 따른 마일스톤과 EGFR 항암제 임상 3상에 따른 마일스톤이 기대되므로 이를 반영하여 실적을 상향조정하였으며, 16년 추정 순이익에 PER multiple 28배를 적용하여 영업가치를 산정하였다. 그리고 HM61713의 기대 매출 상향조정에 따른 신약가치 증가를 반영하여 목표주가를 70만원으로 상향하고, 투자이견은 매수(BUY)를 유지한다.

대차대조표

12월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,518	5,377	6,195	7,060	8,774
현금및현금성자산	693	525	1,052	1,497	2,806
매출채권및기타채권	2,212	2,903	2,993	3,068	3,190
재고자산	1,058	1,331	1,452	1,701	1,866
비유동자산	4,291	4,956	4,929	4,909	4,870
유형자산	2,594	3,279	3,274	3,275	3,257
무형자산	800	879	857	835	815
투자자산	751	500	500	500	500
자산총계	8,809	10,333	11,124	11,969	13,644
유동부채	2,339	1,824	1,861	1,724	1,703
매입채무및기타채무	935	1,243	1,380	1,543	1,822
단기차입금및단기차채	1,039	356	256	-44	-344
유동성장기부채	238	112	112	112	112
비유동부채	1,841	2,617	2,417	2,217	2,217
사채및장기차입금	1,514	2,237	2,037	1,837	1,837
부채총계	4,180	4,441	4,278	3,941	3,921
자본금	207	244	256	256	256
자본잉여금	3,283	4,190	4,190	4,190	4,190
이익잉여금	499	797	1,578	2,571	3,995
비지배주주지분	535	618	778	967	1,238
자본총계	4,629	5,892	6,846	8,028	9,724

현금흐름표

12월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	860	-328	1,252	1,395	2,039
당기순이익	505	433	942	1,182	1,695
현금유출이없는비용및수익	534	334	628	673	788
유형및무형자산상각비	271	254	347	370	389
영업관련자산부채변동	-15	-941	-82	-165	-20
매출채권및기타채권의감소	-45	-676	-91	-75	-122
재고자산의감소	111	-270	-122	-249	-165
매입채무및기타채무의증가	-79	144	137	163	280
투자활동현금흐름	-383	-692	-347	-384	-369
CAPEX	-266	-692	-320	-350	-350
투자자산의순증	-73	250	0	0	0
재무활동현금흐름	-322	851	-378	-565	-362
사채및차입금의 증가	-328	-87	-300	-500	-300
자본금및자본잉여금의증가	0	943	12	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-13	1	0	0	0
현금의증가	141	-168	527	445	1,309
기초현금	552	693	525	1,052	1,497
기말현금	693	525	1,052	1,497	2,806

자료: 한미약품, 동부 리서치 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,301	7,613	9,077	10,007	11,091
매출원가	3,137	3,388	3,972	4,311	4,576
매출총이익	4,165	4,225	5,105	5,696	6,515
판매비	3,546	3,881	4,037	4,279	4,488
영업이익	619	345	1,068	1,417	2,026
EBITDA	890	598	1,415	1,787	2,415
영업외손익	-71	20	109	61	93
금융손익	-107	-83	-46	-7	25
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	36	103	155	68	68
세전이익	548	365	1,177	1,478	2,119
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	505	433	942	1,182	1,695
지배주주지분순이익	439	355	782	993	1,424
비지배주주지분순이익	66	78	160	189	271
총괄이익	539	325	942	1,182	1,695
증감률(%YoY)					
매출액	8.3	4.3	19.2	10.2	10.8
영업이익	28.6	-44.3	210.1	32.6	43.0
EPS	94.1	-25.2	117.6	27.0	43.4

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	4,693	3,510	7,639	9,705	13,921
BPS	43,731	51,556	59,314	69,019	82,939
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	22.0	29.1	72.4	57.0	39.7
P/B	2.4	2.0	9.3	8.0	6.7
EV/EBITDA	13.1	20.4	41.1	32.0	23.1
수익성(%)					
영업이익률	8.5	4.5	11.8	14.2	18.3
EBITDA마진	12.2	7.9	15.6	17.9	21.8
순이익률	6.9	5.7	10.4	11.8	15.3
ROE	11.4	7.6	13.8	15.1	18.3
ROA	5.9	4.5	8.8	10.2	13.2
ROIC	9.9	6.4	12.0	15.6	22.2
안정성및기타					
부채비율(%)	90.3	75.4	62.5	49.1	40.3
이자보상배율(배)	4.2	2.8	11.9	21.7	32.7
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

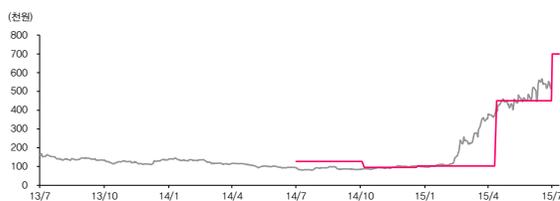
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 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.

1년간 투자이익 비율 (2015-06-30 기준) - 매수(76.1%) 중립(23.0%) 매도(0.9%)

- 기업 투자이익은 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 투자이익은 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

한미약품 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	일자	투자이익	목표주가
14/07/29	BUY	127,000			
14/07/31	BUY	127,000			
14/11/03	HOLD	95,000			
15/01/19	HOLD	103,000			
15/05/11	BUY	450,000			
15/07/29	BUY	700,000			

주: *표는 담당자 변경