KDB대우증권 리서치센터

한미약품 (128940)

파이프라인 가치 부각

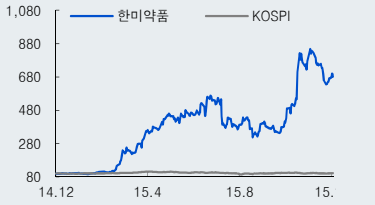
제약

Company Report
2015.12.24

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	826,000
현재주가(15/12/23,원)	682,000
상승여력	21%

영업이익(15F,십억원)	50
Consensus 영업이익(15F,십억원)	163
EPS 성장률(15F,%)	-77.4
MKT EPS 성장률(15F,%)	22.6
P/E(15F,x)	858.2
MKT P/E(15F,x)	11.6
KOSPI	1,999.22
시가총액(십억원)	6,977
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	58.3
외국인 보유비중(%)	8.5
베타(12M) 일간수익률	1.60
52주 최저가(원)	96,300
52주 최고가(원)	847,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.5	51.1	594.8
상대주가	-19.3	57.2	573.9



[헬스케어]

김현태
02-768-3251
hyuntae.kim@dwsec.com

김승민
02-768-4157
sm.kim@dwsec.com

고무적 기술수출 성과 도출

한미약품은 2015년에 총 6건의 기술수출 계약을 달성했다. 총 5 개 과제에 대해 해외 6개 업체와 라이센싱 계약을 체결했다. 미국의 스펙트럼 파마수티컬즈(Spectrum Pharmaceuticals)에 포지오티닙(유방암), 미국의 일라이 릴리에 HM71224(면역질환, BTK 저해제), 독일의 베링거인겔하임에 HM61713(폐암, EGFR 저해제), 프랑스의 사노피에 퀀텀프로젝트(당뇨), 미국의 얀센에 HM12525A(비만/당뇨, LAPS-GLP/GCG), 중국의 자이랩에 HM61713(폐암, EGFR 저해제) 등을 기술수출 했다.

대부분의 기술수출 계약 대상회사들은 다국적 제약사인 빅파마들이다. 이러한 회사에 일라이 릴리, 베링거인겔하임, 사노피, 얀센 등이다. 또한 계약 규모도 상당하다. 특히 사노피와의 계약은 이제껏 국내 업체가 이룬 최고 금액의 계약에 해당한다.

동사가 15년에 이룩한 기술수출 성과는 국내 제약사들이 현재까지 기록한 계약들 비교에서 더 분명하다. 사노피, 얀센, 일라이 릴리, 베링거인겔하임 대상 라이센싱 계약은 국내 기술수출 계약 순위에 있어 금액 기준으로 1위부터 4위에 해당된다.

2016년 상당한 이익 개선

우리는 2016년 동사의 매출액, 영업이익, 지배 순이익이 각각 1조901억 원(+15.0% YoY), 1,282억 원(+163.1% YoY), 745억 원(+816.5% YoY)에 이를 것으로 전망한다. 한미약품, 북경한미, 한미정밀화학 등의 매출액을 각각 8,416억 원(+14.6% YoY), 2,459억 원(+17.0% YoY), 886억 원(-3.2% YoY)으로 예상한다.

2016년 실적은 사노피와 얀센과 맺은 기술수출 계약에 대한 업프런트 인식 수준에 따라 결정될 것으로 판단한다. 우리는 두 업체로부터 받게 되는 업프런트 계약금이 상당하기 때문에, 5년간 분할 인식할 것으로 가정해, 16년에 1,372억 원이 유입될 것으로 예상한다.

우리는 16년 이후 실적 추정에 있어, 15년 기술수출한 프로젝트들의 글로벌 임상 개발 진전에 따라 받게 되는 마일스톤을 감안하지 않고 있다. 따라서 16년에 마일스톤 유입 시, 우리의 예상보다 실적이 개선될 수 있다.

투자의견 매수, 목표주가 826,000원 제시

우리는 동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 826,000원을 제시한다. 목표주가는 영업가치와 파이프라인 가치의 합산이다. 파이프라인 가치에는 BTK 저해제, EGFR 저해제, 퀀텀프로젝트, LAPS-GLP/GCG 등이 포함되어 있다. 동사에 대한 투자 포인트는 파이프라인 개발 진전에 따른 기업가치 제고, 북경한미 실적 개선 등이다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	674	730	761	948	1,090	1,157
영업이익 (십억원)	48	62	34	50	128	145
영업이익률 (%)	7.1	8.5	4.5	5.3	11.7	12.5
순이익 (십억원)	23	44	36	8	75	80
EPS (원)	2,418	4,693	3,510	795	7,283	7,862
ROE (%)	6.5	11.4	7.6	1.5	13.0	12.4
P/E (배)	44.3	22.0	29.1	858.2	93.6	86.7
P/B (배)	2.8	2.4	2.0	13.0	11.4	10.1

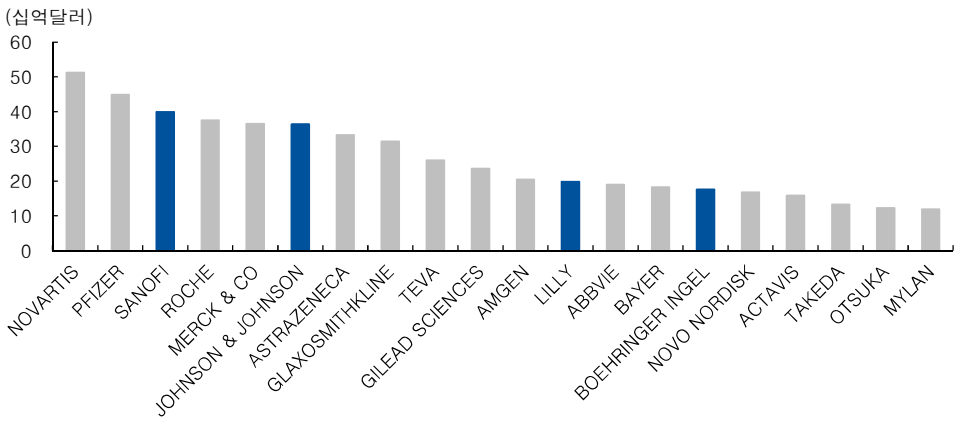
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 한미약품 달성 15년 기술수출 계약 정리

대상업체	신약 후보 물질	주요 내용
스펙트럼 파마수티컬즈 (미국)	포지오티닙 (유방암)	- 기술수출 계약 - 계약 금액 미공개
일라이 릴리 (미국)	HM71224 (면역질환)	- 라이선스 및 협력 계약 - 계약금 5,000만 달러 및 총 마일스톤 6.9억 달러
베링거인겔하임 (독일)	HM61713(폐암)	-라이선스 계약 -계약금 5,000만 달러, 마일스톤 6억 8,000만 달러
사노피(프랑스)	퀀텀프로젝트(당뇨)	-라이선스 계약 -계약금 4억 유로, 마일스톤 39억 유로
얀센 (미국)	HM12525A(비만/당뇨)	-라이선스 계약 -계약금 1억 500만 달러, 마일스톤 9억 1,500만 달러
자이랩 (중국)	HM61713(폐암)	-라이선스 계약 -계약금 700만 달러, 마일스톤 9,200만 달러

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 TOP 20 제약사, 한미의 파트너들은 대부분 빅파마



주: 2014년 의약품 매출액 기준. 얀센은 존슨앤존슨(Johnson & Johnson)의 자회사
자료: IMS Health, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 한미약품 파이프라인 현황

구분			적응증	개발단계	비고
바이오신약	LAPS Insulin Combo	LAPS Insulin Combo	당뇨&비만	임상1상 IND 제출	퀀텀프로젝트
	HM12470	LAPS Insulin 115	당뇨	임상1상	퀀텀프로젝트
	HM12525A	LAPS GLP/GCG	당뇨&비만	임상1상	
	Efpeglenatide	LAPS CA-Exd4	당뇨&비만	임상2상	퀀텀프로젝트
	HM10560A	LAPS rhGH	성장호르몬	임상2상	
	Eflapegrastim	LAPS GCSF	호중구감소	임상3상	
합성신약	HM71224	BTK 저해제	류마티스	임상1상	
	HM95573	RAF 저해제	고형암	임상1상	
	KX2-391	src/tubulin 저해제	고형암	임상1상	
	Oratecan	경구용 항암제	고형암	임상1상	
	Poziotinib	pan-Her 저해제	폐암	임상2상	
	Oraxol	경구용 항암제	위암	임상2상	
	HM61713	EGFR 변이세포 선택작용	폐암	임상2상	
	Luminate	세포 접착 저해제	망막질환	임상2상	
개량/복합신약	HCP1405		골다공증용 치료제	임상1상	
	HGP1207		순환기용 치료제	임상3상	
	HCP1302		순환기/비뇨생식기용 치료제	임상3상	
	HCP1105		호흡기용 치료제	임상3상	
	HCP1305		순환기용 치료제	임상3상	
	HCP1401		순환기용 치료제	임상3상	
	HCP1303		비뇨생식기용 치료제	임상3상	
	HCP1402		비뇨생식기용 치료제	임상3상	

자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

표 3. HM71224 기술수출 계약 내용 정리

구분	내용
공시 구분	- 기술이전
계약상대	- 일라이릴리(Eli Lilly and Company), 미국)
기술의 주요내용	- 우리 몸의 B 림프구 활성화 신호에 관련된 효소 BTK(Bruton's Tyrosine Kinase)를 선택적으로 억제(Inhibitor)하는 신개념 면역질환 표적 치료제
계약의 주요내용	- 릴리는 한국, 중국, 홍콩을 제외한 전 세계에서 HM71224의 모든 적응증에 대한 독점적 권리를 갖고 임상개발, 허가, 생산, 상업화 진행 - 당사는 계약금(upfront payment) 50,000,000 USD와 임상시험, 시판허가 등에 성공할 경우 단계별 마일스톤 640,000,000 USD를 별도로 지급받음
기타 투자판단과 관련한 중요사항	- 이번 계약은 미국의 Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act(반독점증진법)등 통상의 미국행정절차를 거친 후 즉시 발효됨 - 향후 매출 발생에 따른 경상기술료(running royalty)는 상기금액과 별도임

자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

표 4. HM61713 기술수출 계약 내용 정리

구분	내용
공시 구분	- 기술이전
계약상대	- 베링거인겔하임(Boehringer Ingelheim, 독일)
기술의 주요내용	- EGFR 돌연변이를 선택적으로 억제하는 내성표적 폐암신약 HM61713
계약의 주요내용	- 베링거인겔하임은 한국, 중국, 홍콩을 제외한 전 세계에서 HM61713의 모든 적응증에 대한 독점적 권리를 갖고 임상개발, 허가, 생산, 상업화를 진행 - 당사는 계약금(upfront payment) 50,000,000 USD와 임상시험, 시판허가 등에 성공할 경우 단계별 마일스톤 680,000,000 USD를 별도 지급받음
계약체결일자	2015-07-28
이사회결의일(결정일)	2015-07-28
기타 투자판단과 관련한 중요사항	- 이번 계약은 미국의 Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act(반독점증진법)등 통상의 미국 행정절차를 거친 후 즉시 발효됨 - 향후 매출 발생에 따른 경상기술료(running royalty)는 상기금액과 별도임

자료: Dart, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 퀀텀프로젝트 기술수출 계약 내용 정리

구분	내용
공시 구분	- 기술이전
계약 상대	- 사노피 (Sanofi, 프랑스)
기술의 주요 내용	- 바이오 의약품의 약효지속 시간을 연장해주는 독자 기반기술인 랩스커버리(LAPSCOVERY, Long Acting Potein/Peptide Discovery)를 적용한 지속형 당뇨신약 파이프라인
계약의 주요 내용	- 사노피는 GLP-1 계열 지속형 당뇨신약인 에페글레나타이드(efpeglenatide), 주 1회 제형의 지속형 인슐린(LAPS-Insulin115), 에페글레나타이드와 LAPS-Insulin115를 결합한 주 1회 제형의 인슐린 콤보(LAPS-Insulin Combo) 등 퀀텀 프로젝트(Quantum Project)의 전세계 시장에 대한 독점적 권리를 획득 - 한국 및 중국에서의 공동 상업화 권리는 한미약품이 보유. - 당사는 계약금(upfront payment) EUR 400,000,000과 임상시험, 시판허가등에 성공할 경우 단계별 마일스톤(milestone)으로 EUR 3,500,000,000 을 별도로지급 받음
계약체결일자	2015-11-05
이사회결의일(결정일)	2015-11-05
기타 투자 판단과 관련한 주요 사항	- 이번 계약은 미국의 Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act(반독점증진법)등 통상의 미국 행정절차를 거친 후 즉시 발효됨 - 향후 매출 발생에 따른 경상기술료(running royalty)는 상기금액과 별도임

자료: Dart, KDB대우증권 리서치센터

표 6. HM12525A 기술수출 공시 내용 정리

구분	내용
공시 구분	- 기술이전
계약 상대	- 얀센 (Janssen, 미국)
기술의 주요 내용	- 바이오 의약품의 약효지속 시간을 연장해주는 독자 기반기술인 랩스커버리 (LAPSCOVERY, Long Acting Protein/Peptide Discovery)를 적용한 지속형 당뇨 및 비만 신약 파이프라인
계약의 주요 내용	- 얀센은 옥신토모듈린 기반의 당뇨 및 비만 치료 바이오신약인 HM12525A(LAPS-GLP/GCG)에 대해 한국과 중국을 제외한 전 세계 시장에 대한 독점적 권리를 확보 - 당사는 계약금(upfront payment) USD 105,000,000과 임상시험, 시판허가, 매출단계별 성공에 따른 마일스톤 최대 USD 810,000,000 지급 받음
계약체결일자	2015-11-06
이사회결의일(결정일)	2015-11-06
기타 투자 판단과 관련한 주요 사항	- 이번 계약은 미국의 Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act(반독점증진법)등 통상의 미국 행정절차를 거친 후 즉시 발효됨 - 향후 매출 발생에 따른 경상기술료(running royalty)는 상기금액과 별도임

자료: Dart, KDB대우증권 리서치센터

표 7. HM61713 기술수출 계약 내용 정리

구분	내용
공시 구분	- 기술이전
계약 상대	- 자이랩(ZAI Lab, 중국)
기술의 주요 내용	- EGFR 돌연변이를 선택적으로 억제하는 내성표적 폐암신약(HM61713)
계약의 주요 내용	- 자이랩 (ZAI Lab)은 내성표적 폐암신약(HM61713)의 중국 전역(홍콩 및 마카오 포함)에 대한 독점적 권리를 획득 - 당사는 자이랩으로부터 계약금(upfront payment) USD 7,000,000와 임상개발, 허가, 상업화에 따른 단계별 마일스톤(milestone)으로 최대 USD 85,000,000 을 받게 됨
계약체결일자	2015-11-20
이사회결의일(결정일)	2015-11-20
기타 투자 판단과 관련한 주요 사항	- 향후 매출 발생에 따른 경상기술료(running royalty)는 상기금액과 별도임

자료: Dart, KDB대우증권 리서치센터

표 8. 국내 주요 기술수출 계약 정리, 한미약품이 기술수출 계약 규모 1위~4위 모두 기록

순위	시기	기술수출 기업	대상 업체(국적)	기술수출 내용	기술료
1	**15.11**	**한미약품**	**Sanofi (프랑스)**	**퀀텀프로젝트(당뇨)**	**계약금 4억 유로, 마일스톤 39억 유로**
2	**15.11**	**한미약품**	**Janssen (미국)**	**HM1252A(당뇨/비만)**	**계약금 1억 500만 달러, 마일스톤 9.15억 달러**
3	**15.3**	**한미약품**	**Eli Lilly (미국)**	**HM71224 (면역질환)**	**계약금 5,000만 달러, 총 마일스톤 7억 3000만 달러**
4	**15.7**	**한미약품**	**Boehringer Ingelheim (독일)**	**HM61713(폐암)**	**계약금 5,000만 달러, 마일스톤 6억 9,000만 달러**
5	07.6	동화약품	P&G pharmaceuticals (미국)	골다공증치료제	기술료 5억 1,100만 달러 및 로열티
6	13.09	메디톡스	Allergan (미국)	신경독소 후보제품	총 마일스톤 3.62억 달러 및 계약금 6,500만 달러
7	10.01	메디프론	Roche (스위스)	RAGE 길항제(알츠하이머)	총 마일스톤 2.9억 달러
8	07.11	LG생명과학	Gilead (미국)	Caspase 저해제(간질환)	기술료 2억 달러
9	'06.3	녹십자	BIRD Projekt GmbH(독일)	골다공증치료제 특허 관련 유전자 재조합 기술	총 1억 3000만 유로
10	04.02	태평양	Schwarz (독일)	바닐로이드 수용체(통증)	총 마일스톤 1.075억 유로
11	'00.10	유한양행	SKB(영국)	위궤양치료제 YH1885	기술료(정액기술료) 1억 달러
12	08	동화약품	Teijin(일본)	DW-1350	기술료: 9,400만 달러 및 일본에서의 독점 권리
13	15.7	한미약품	ZAI Lab (중국)	HM61713(폐암)	계약금 700만 달러, 마일스톤 9,200만 달러
14	08	동화약품	Pacific Beach BioSciences(미국)	퀴놀론계 항균제	5,650만 달러 및 로열티
15	'05.9	일양약품	TAP(미국)	일라프라졸	계약금: 350만 달러, 기술료: 4,400만 달러 및 로열티

주: 순위는 총 마일스톤 혹은 기술료 규모 기준
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 9. 분기 실적 전망 (십억원, %, 원)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2014	2015F	2016F
매출액	184.1	186.4	179.3	211.5	214.7	244.5	268.4	220.2	761.3	947.8	1,090.1
YoY	8.1	3.7	-3.7	9.0	16.6	31.2	49.7	4.1	4.3	24.5	15.0
본사	137.0	143.8	138.2	163.0	157.7	199.4	212.7	164.5	582.0	734.3	841.6
북경한미	46.8	38.3	41.9	45.9	54.9	45.6	54.7	54.8	173.0	210.1	245.9
한미정밀화학	16.9	26.0	23.3	24.5	22.6	27.7	20.0	21.3	90.7	91.5	88.6
영업이익	17.9	8.4	1.2	6.8	2.1	2.4	35.7	9.4	34.5	49.6	128.2
영업이익률	9.7	4.5	0.7	3.2	1.0	1.0	13.3	4.2	4.5	5.2	11.8
YoY	-0.1	-26.4	-91.9	-60.4	-88.2	-71.0	2,802.6	36.9	268.4	134.2	163.1
세전순이익	16.6	6.0	-0.3	14.1	14.6	1.9	33.7	8.1	36.5	58.3	119.5
YoY	1.9	-36.2	적전	20.0	-12.4	-68.3	흑전	-42.5	-33.5	59.8	105.1
당기순이익	16.6	8.6	3.2	14.9	16.2	12.6	-25.0	6.1	43.3	9.9	90.9
YoY	11.8	-3.6	-79.5	34.1	-2.4	46.6	적전	-58.7	-14.3	-77.1	816.5
지배주주지분 순이익	14.4	7.4	1.1	12.6	12.7	11.3	-26.7	10.9	35.5	8.1	74.5
YoY	15.5	-7.7	-92.1	34.3	-12.1	51.5	적전	-12.9	-19.2	-77.1	816.5
EPS									3,510.1	794.7	7,283.4
YoY									-25.2	-77.4	816.5

자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

표 10. 목표주가 산출 내역 정리

구분	주당 가치(원)	비고
영업가치 (A)	291,338	- 2016 예상 EPS X 40배 적용
투자지분 가치 (B)	1,543	- 크리스탈 지분 가치 - 12월 23일 종가 10% 할인 지분가치 적용
파이프라인 가치 (C)	533,110	- BTK 저해제, EGFR 저해제, 퀀텀, LAPS-GLP/GCG 가치의 합
BTK 저해제	54,612	- 2020년 출시 이후 10년간 이익의 합
EGFR 저해제	108,690	- 2018년 출시 이후 10년간 이익의 합
퀀텀	336,677	- 2021년 출시 이후 10년간 이익의 합
LAPS-GLP/GCG	33,130	- 2020년 출시 이후 10년간 이익의 합
목표주가	825,991	- (A) + (B) + (C)

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 11. BTK 저해제 가치 추정

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Rheumatoid Arthritis (십억달러)	53.2	54.0	54.8	55.5	56.4	57.2	58.0	58.8	59.7	60.6	61.4
일라이릴리 매출액 (십억달러)	0.1	0.5	1.6	3.3	5.1	5.7	5.8	5.9	5.4	5.4	5.2
한미약품 매출액(백만달러)	207.7	59.4	213.5	433.3	1,012.7	857.5	870.0	882.6	805.8	817.5	783.3
Milestone	196.0				252.0						
Royalties	11.7	59.4	213.5	433.3	760.7	857.5	870.0	882.6	805.8	817.5	783.3
한미약품 매출액(억원)	2,513.2	718.4	2,583.8	5,242.5	12,254.2	10,376.0	10,526.4	10,679.0	9,750.3	9,891.6	9,477.5
한미약품 영업이익(억원)	2,513.2	718.4	2,583.8	5,242.5	12,254.2	10,376.0	10,526.4	10,679.0	9,750.3	9,891.6	9,477.5
한미약품 순이익(억원)	1,910.0	545.9	1,963.7	3,984.3	9,313.2	7,885.8	8,000.1	8,116.0	7,410.3	7,517.6	7,202.9
현가(억원)	1,584.6	432.3	1,483.9	2,873.4	6,410.1	5,180.0	5,015.3	4,855.9	4,231.3	4,096.8	3,746.2
가중평균자본비용	4.8%										
환율(원/$)	1,210										
성공확률	20%										
한미약품 귀속 NPV(억원)	5,587										

주: 본 프로젝트 NPV 중 70% 한미약품 귀속 가정
자료: Evaluate Pharma, KDB대우증권 리서치센터

표 12. EGFR 저해제 가치 추정

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EGFR 저해제 Global (백만달러)	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037	2,037
China (백만달러)	822	822	822	822	822	822	822	822	822	822	822
베링거인겔하임 매출액(백만달러)	102	407	815	1,324	1,833	1,833	1,833	1,813	1,813	1,792	1,792
ZAI Lab 매출액(백만달러)		16	41	82	132	181	181	181	173	173	164
한미약품 매출액(백만달러)	311.6	82.0	105.9	172.1	654.6	322.8	275.0	271.9	271.9	268.9	268.9
Milestone	300.4	37.16			379.6	47.8					
Royalties	11.2	44.8	105.9	172.1	275.0	275.0	275.0	271.9	271.9	268.9	268.9
한미약품 매출액(억원)	3,770.4	991.8	1,281.5	2,082.5	7,920.2	3,905.9	3,327.0	3,290.1	3,290.1	3,253.1	3,253.1
한미약품 영업이익(억원)	3,770.4	991.8	1,281.5	2,082.5	7,920.2	3,905.9	3,327.0	3,290.1	3,290.1	3,253.1	3,253.1
한미약품 순이익(억원)	2,865.5	753.8	974.0	1,582.7	6,019.3	2,968.5	2,528.5	2,500.5	2,500.5	2,472.4	2,472.4
현가(억원)	2,610.0	655.3	808.0	1,253.1	4,548.5	2,140.8	1,740.3	1,642.5	1,567.6	1,479.2	1,411.7
가중평균자본비용	4.8%										
환율(원/$)	1,210.00										
성공확률	80%										
한미약품 귀속 NPV(억원)	11,120										

주: 본 프로젝트 NPV 중 70% 한미약품 귀속 가정
자료: Bloomberg, Global Data, KDB대우증권 리서치센터

표 13. 퀀텀 프로젝트 가치 추정

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Target Market (백만달러)	24,733	26,824	29,114	31,624	34,378	37,401	40,724	44,378	48,401	52,834	57,722
GLP-1 Analogs	7,545	8,523	9,628	10,876	12,287	13,880	15,679	17,712	20,008	22,602	25,533
Long Acting Insulin	17,188	18,301	19,486	20,748	22,091	23,522	25,045	26,666	28,393	30,231	32,189
사노피 매출액(백만달러)	1,236.7	2,682.4	4,658.3	6,957.4	9,625.8	10,472.4	11,402.7	11,982.1	13,068.3	13,736.8	15,007.6
한미약품 매출액(백만달러)	1,732.5	295.1	605.6	904.5	3,452.4	1,570.9	1,710.4	1,797.3	1,960.2	2,060.5	2,251.1
Milestone	1,596.5				2,008.5						
Royalties	136.0	295.1	605.6	904.5	1,443.9	1,570.9	1,710.4	1,797.3	1,960.2	2,060.5	2,251.1
한미약품 매출액(억원)	20,963.6	3,570.3	7,327.5	10,943.9	41,773.7	19,007.3	20,695.8	21,747.5	23,719.0	24,932.2	27,238.8
한미약품 영업이익(억원)	20,963.6	3,570.3	7,327.5	10,943.9	41,773.7	19,007.3	20,695.8	21,747.5	23,719.0	24,932.2	27,238.8
한미약품 순이익(억원)	15,932.4	2,713.4	5,568.9	8,317.4	31,748.0	14,445.6	15,728.8	16,528.1	18,026.4	18,948.5	20,701.5
현가(억원)	12,039.3	1,956.9	3,832.9	5,463.5	19,903.0	8,642.9	8,981.3	9,007.2	9,375.5	9,405.4	9,806.8
가중평균자본비용	4.8%										
환율(원/EUR)	1,267.00										
환율(원/$)	1,210.00										
환율($/EUR)	1.03										
성공확률	50%										
한미약품 귀속 NPV(억원)	34,445										

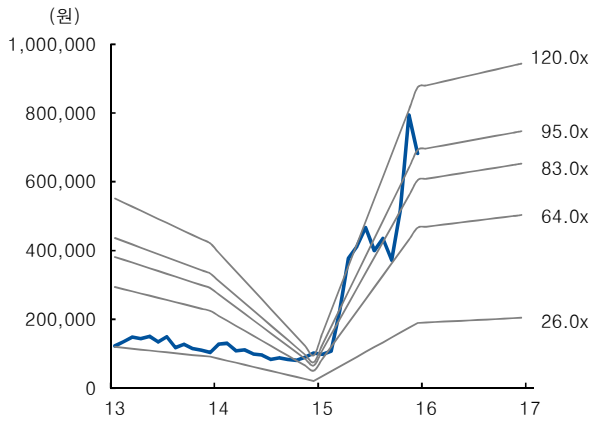
주: 본 프로젝트 NPV 중 70% 한미약품 귀속 가정
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 14. LAPS-GCG/GLP 가치 추정

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Anti-Obesity (백만달러)	4,585	6,206	8,400	9,142	9,950	10,830	11,787	12,829	13,963	15,197	16,540
얀센 매출액(백만달러)	137.6	496.5	1,176.0	2,011.3	2,189.1	2,382.6	2,475.3	2,694.1	2,792.5	3,039.4	3,142.6
한미약품 매출액(백만달러)	349.3	54.6	152.9	261.5	804.2	357.4	371.3	404.1	418.9	455.9	471.4
Milestone	334.2				475.8						
Royalties	15.1	54.6	152.9	261.5	328.4	357.4	371.3	404.1	418.9	455.9	471.4
한미약품 매출액(억원)	4,226.9	660.8	1,849.8	3,163.8	9,730.4	4,324.4	4,492.6	4,889.7	5,068.5	5,516.4	5,703.8
한미약품 영업이익(억원)	4,226.9	660.8	1,849.8	3,163.8	9,730.4	4,324.4	4,492.6	4,889.7	5,068.5	5,516.4	5,703.8
한미약품 순이익(억원)	3,212.4	502.2	1,405.9	2,404.5	7,395.1	3,286.5	3,414.4	3,716.2	3,852.0	4,192.5	4,334.9
현가(억원)	2,665.1	397.6	1,062.4	1,734.1	5,089.9	2,158.8	2,140.5	2,223.4	2,199.5	2,284.7	2,254.6
가중평균자본비용	4.8%										
환율(원/$)	1,210.00										
성공확률	20%										
한미약품 귀속 NPV(억원)	3,389										

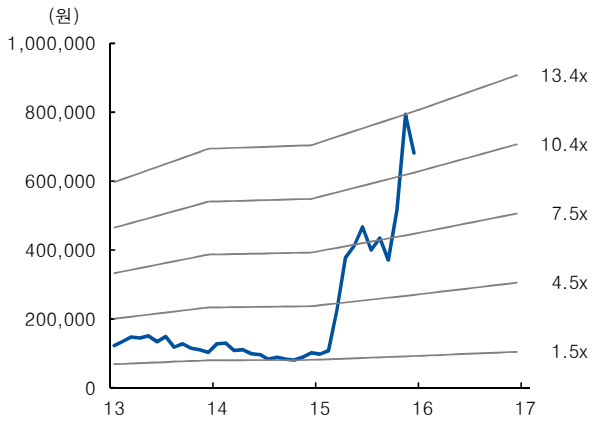
주: 본 프로젝트 NPV 중 70% 한미약품 귀속 가정
자료: Global Data, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

한미약품 (128940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	**761**	**948**	**1,090**	**1,157**
매출원가	**339**	**393**	**443**	**470**
매출총이익	**422**	**555**	**647**	**687**
판매비와관리비	**388**	**505**	**519**	**542**
조정영업이익	**34**	**50**	**128**	**145**
영업이익	**34**	**50**	**128**	**145**
비영업손익	**2**	**8**	**-8**	**-16**
금융손익	-8	-12	-12	-10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	58	120	129
계속사업법인세비용	-7	48	29	31
계속사업이익	43	10	91	98
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**43**	**10**	**91**	**98**
지배주주	36	8	75	80
비지배주주	8	2	16	18
총포괄이익	**33**	**10**	**91**	**98**
지배주주	24	7	68	73
비지배주주	8	3	23	25
EBITDA	60	72	149	163
FCF	-102	-28	53	97
EBITDA 마진율 (%)	7.9	7.6	13.7	14.1
영업이익률 (%)	4.5	5.3	11.7	12.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.7	0.8	6.9	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	**538**	**687**	**748**	**872**
현금 및 현금성자산	52	166	156	247
매출채권 및 기타채권	290	318	366	388
재고자산	133	149	171	181
기타유동자산	63	54	55	56
비유동자산	**496**	**473**	**452**	**434**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	328	307	289	272
무형자산	88	86	84	82
자산총계	**1,033**	**1,160**	**1,200**	**1,305**
유동부채	**182**	**256**	**205**	**212**
매입채무 및 기타채무	98	101	116	123
단기금융부채	47	117	51	51
기타유동부채	37	38	38	38
비유동부채	**262**	**305**	**305**	**305**
장기금융부채	225	269	269	269
기타비유동부채	37	36	36	36
부채총계	**444**	**561**	**510**	**517**
지배주주지분	**527**	**535**	**610**	**690**
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	419	419	419	419
이익잉여금	80	88	162	243
비지배주주지분	**62**	**64**	**80**	**98**
자본총계	**589**	**599**	**690**	**788**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-33**	**-28**	**53**	**97**
당기순이익	43	10	91	98
비현금수익비용가감	33	62	58	65
유형자산감가상각비	23	21	19	17
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	8	39	37	46
영업활동으로인한자산및부채의변동	-94	-41	-55	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-68	-28	-47	-22
재고자산 감소(증가)	-27	-16	-22	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	4	9	4
법인세납부	-6	-48	-29	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	**-69**	**15**	**3**	**-6**
유형자산처분(취득)	-68	0	0	0
무형자산감소(증가)	-11	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	12	7	0	0
기타투자활동	-2	8	3	-6
재무활동으로 인한 현금흐름	**85**	**114**	**-66**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	-9	114	-66	0
자본의 증가(감소)	94	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	**-17**	**113**	**-9**	**91**
기초현금	69	52	166	156
기말현금	52	166	156	247

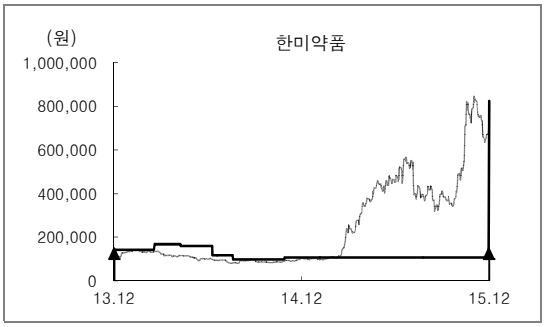
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	29.1	858.2	93.6	86.7
P/CF (x)	13.5	96.8	47.0	42.9
P/B (x)	2.0	13.0	11.4	10.1
EV/EBITDA (x)	20.4	99.5	48.2	43.5
EPS (원)	3,510	795	7,283	7,862
CFPS (원)	7,583	7,048	14,508	15,912
BPS (원)	51,726	52,521	59,804	67,666
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	4.2	24.6	15.0	6.1
EBITDA증가율 (%)	-32.6	20.0	106.9	9.4
조정영업이익증가율 (%)	-45.2	47.1	156.0	13.3
EPS증가율 (%)	-25.2	-77.4	816.1	8.0
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.2	3.2	3.1
재고자산 회전율 (회)	6.4	6.7	6.8	6.6
매입채무 회전율 (회)	7.4	7.2	7.3	7.0
ROA (%)	4.5	0.9	7.7	7.8
ROE (%)	7.6	1.5	13.0	12.4
ROIC (%)	6.4	1.2	13.1	14.3
부채비율 (%)	75.4	93.6	73.9	65.6
유동비율 (%)	294.9	268.7	364.9	411.0
순차입금/자기자본 (%)	28.1	28.9	16.9	3.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	3.4	8.1	10.0

자료: 한미약품, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
한미약품(128940)	2015.12.23	매수	826,000원
	2014.11.20	매수	107,000원
	2014.08.12	매수	98,000원
	2014.07.03	매수	118,000원
	2014.05.02	매수	160,000원
	2014.03.12	매수	168,000원
	2013.11.08	매수	143,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

* 2015년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.