BUY

한미약품 128940 기업분석 | 제약

쉬어가는 경험이 필요한 시점

2016. 10. 04

목표주가(하향)	730,000원
현재주가(09/30)	508,000원
Up/Downside	+43.7%
투자의견(유지)	Buy

Analyst
구자용
02 369 3425
jaykoo@dongbuhappy.com

❑ Action

목표가 730,000원으로 하향, 매수 의견 유지: 목표가 하향의 이유는 1) 베링거인겔하임과의 계약이 해지됨에 따라 폐암표적항암제(약물명:올무티닙)를 신약가치에서 제외하고, 2) 브랜드 가치로 적용했던 영업가치 할증분 30%를 제외했으며, 3) 신약개발에 대한 시장의 기대감 하락을 반영하여 신약가치를 할인했기 때문이다. 목표가를 하향하지만 1) 더 큰 규모의 다국적 제약사들과의 계약이 유효한 것은 변함이 없고, 2) 제넨텍社와의 추가 기술수출 계약으로 기술력에 대한 일부의 우려를 불식시킬 수 있을 것으로 기대하기 때문에, 매수 의견은 유지한다.

❑ Investment Points

호재와 악재, 그 다음은?: 릴리社 임상2상 개시, 제넨텍社 기술수출, 베링거인겔하임社 계약해지까지 겪었다. 그 다음은 사노피社 퀀텀프로젝트 3종 개발약물의 연내 3상개시, 1상 완료, 1상 개시하여 불확실성이 해소될 긍정적인 이슈가 남아있다. 올무티닙에 대한 중앙약사심의위원회의 조건부 시판허가 취소결정 여부, 금감원의 공시 의혹에 대한 조사결과가 단기적인 관전 포인트가 될 것으로 판단한다.

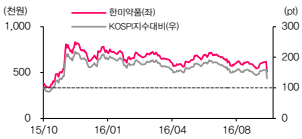
'16년 영업실적은 제넨텍社의 계약금 수취에 달려있다: 4Q16 임상2상 종료 후 마일스톤(1,100억원 예상)이 인식될 것으로 기대했던 올무티닙이 계약해지 됨에 따라, 제넨텍社로 기술수출한 표적항암제(약물명:HM95573) 계약금 880억원의 연내 수취여부가 '16년 영업실적 달성에 큰 비중을 차지할 것으로 전망한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	761	1,318	1,049	1,359	1,509
(증가율)	4.3	73.1	-20.4	29.6	11.0
영업이익	34	212	116	310	399
(증가율)	-44.3	514.8	-45.0	166.2	28.7
지배주주순이익	36	154	106	264	308
EPS	3,441	14,800	10,200	25,338	29,477
PER (H/L)	38.7/21.5	58.2/6.3	49.8	20.0	17.2
PBR (H/L)	2.6/1.5	13.3/1.5	7.0	5.3	4.1
EV/EBITDA (H/L)	26.1/16.9	34.1/4.6	26.8	13.3	10.5
영업이익률	4.5	16.1	11.1	22.8	26.4
ROE	7.6	25.7	14.8	29.9	26.8

Stock Data

52주 최저/최고	337,207/831,482원
KOSDAQ /KOSPI	681/2,044pt
시가총액	53,010억원
60日-평균거래량	102,165
외국인지분율	10.7%
60日-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	한미사이언스 외 2 인 41.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-17.1	-28.0	39.3
상대기준	-17.3	-30.6	33.8

Analyst 구자용
02 369 3425
jaykoo@dongbuhappy.com

목표가 730,000원으로 하향, Buy 유지

1) 계약해지 신약가치 제외
2) 브랜드 할증 영업가치 제외
3) 기대감 하락 반영 신약가치 할인

목표가 하향의 이유는 1) 베링거인겔하임과의 계약이 해지됨에 따라 폐암표적항암제(약물명:올무티닙)를 신약가치에서 제외하고, 2) 브랜드가치로 적용했던 영업가치 할증분 30%를 제외했으며, 3) 신약개발에 대한 시장의 기대감 하락을 반영하여 신약가치를 할인했기 때문이다. 베링거인겔하임과의 계약해지가 다른 기술수출 약물의 개발과 가치에 직접적으로 미치는 영향은 없다. 그러나 이번 같은 계약해지 경험이 적은 시장을 상대로 바이오 R&D 투자의 상징적 기업에서 신약의 안전성과 공시 논란이 발생함에 따라 투자심리가 다소 위축될 것으로 예상한다. 목표가를 하향하지만 1) 더 큰 규모의 다국적제약사들과의 계약이 유효한 것은 변함이 없고, 2) 제넨텍社와의 추가 기술수출 계약으로 기술력에 대한 일부의 우려를 불식시킬 수 있을 것으로 기대하기 때문에, 매수 의견은 유지한다.

실패는 병가지상사 II

약물유해작용 이후 위험/이익 평가로 상업성 재검토 된 것으로 판단, 아직 임상 실패는 아님

항암제의 임상2상 성공률은 25% 수준으로 질환별 성공률의 평균 이하이다. 특히 폐암표적항암제(올무티닙)의 적응증인 비소세포폐암(NSCLC)의 임상3상 성공률은 항암제 평균 40%에 못미치는 30% 수준이다. 한미약품에 따르면 올무티닙의 경우 아직 자체적으로 임상실패를 인정하는 단계는 아니다. 1건의 약물과 관련된 심각한 부작용(Adverse Drug Reaction)이 확인됨에 따라 베링거인겔하임에서는 위험/이익평가(Risk/Benefit assessment)와 경쟁제품의 개발속도를 고려해 약물의 상업성을 재검토하게 된 것으로 판단된다. 계약해지로 인한 가치 하락은 불가피하겠으나 한미약품에서는 진행중인 임상을 예정대로 완료할 계획이기 때문에 의약품으로서 올무티닙의 수명은 연장될 수도 있을 것으로 전망된다.

현재의 논란 종식과 차기 이벤트가 중요

총 9조원의 전체 계약 중 일부에 불과, 향후 기업가치 제고 기회 충분

10/4일 예정된 중앙약사심의위원회의 조건부 시판허가 취소결정 여부와 공시 의혹에 대한 금감원의 조사결과가 신속히 이루어진다면, 논란으로 인한 불확실성에서 벗어나 주가 회복의 기회를 가질 수 있을 것으로 판단한다. 베링거인겔하임의 해지된 계약은 최근 한미약품이 성사시킨 총 9조원 계약 중 일부에 지나지 않기 때문에 다른 계약과 관련된 이벤트 발생 시점이 기업가치 제고에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단한다. 연내 예정된 이벤트는 사노피社의 퀀텀프로젝트 3종이며 각각 임상3상 개시, 임상1상 완료, 임상1상 개시를 앞두고 있다. 반독점개선법 절차가 4분기 최종 승인되면 제넨텍社의 계약금 880억원 수취도 연내에 이루어질 수 있을 것으로 전망된다.

도표 1. 한미약품 Valuation, 목표가 하향

(단위: 십억원, 배, 십억원)

	2016E 순이익	적용 P/E	환산가치	비고
A. 영업가치	84	27	2,287	기술료 수익을 제외한 순이익 상위 제약사 평균 12M fwd P/E
B. 신약가치(합)			5,371	
C. 퀀텀프로젝트			3,451	사노피社 기술이전
D. 자가면역치료제 – BTK 억제제(약물명 : HM71224/LY3337641)			986	릴리社 기술이전
E. 비만치료제 GLP-1/GCG(약물명 : HM12525A)			422	얀센社 기술이전
F. 표적항암제(약물명 : Poziotinib)			187	스펙트럼社 기술이전
G. 표적항암제(약물명 : HM95573)			325	제넨텍社 기술이전
H.기업가치(A+B)			7,658	
I. 발행주식수(천주, 자기주식수 제외)			10,405	
J. 목표주가(H/I*1,000,000)			736,048	

자료: 동부 리서치

도표 2. 베링거인겔하임 기술계약 해지 내용(2016-9-30 공시)

기존 계약 내용	계약해지 내용
베링거인겔하임은 한국, 중국, 홍콩을 제외한 전 세계 독점적 권리를 갖고 임상개발, 허가, 생산, 상업화를 진행	베링거인겔하임은 올무티닙의 모든 임상데이터에 대한 재평가 및 폐암혁신치료제의 최근 동향, 폐암치료제에 대한 자사의 비전 등을 고려하여 내성표적항암신약 '올무티닙'(HM61713)의 권리를 한미약품으로 반환하기로 결정 베링거인겔하임은 올무티닙에 대한 새로운 임상을 진행하지 않을 것"
계약금 50백만달러와 단계별 마일스톤 680백만달러 지급 매출 발생에 따른 로열티는 상기금액과 별도	기수취 계약금 및 마일스톤 65백만달러는 반환하지 않음
	계약종료일 2016년 11월 11일

자료: 한미약품, 동부 리서치

도표 3. 한미약품 신약 파이프라인 임상시험 진행 계획(예상)

주력응증	계열(약물명)	기술계약내용(계약금/마일스톤)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
당뇨병치료제	1주 GLP-1 (Epfeglenatide, HM11260C)	사노피社(4억유로/35억유로)	2상		3상	허가	판매		
	1주 인슐린 LAPS Insulin 115 (HM12470a)		1상		2상	3상	허가	판매	
	1주 인슐린 +GLP-1 LAPS Insulin Combo (HM14220)				1상	2상	3상	허가	판매
자가면역치료제	BTK 억제제 LY3337641 (HM71224)	일라이릴리社(0.5억달러/6.4억달러)			2상	3상	허가	판매	
비만치료제	LAPS GLP-1/GCG (HM12525A)	얀센社(1.05억달러/8억달러)			2상	3상	허가	판매	
유방암치료제	pan-HER 억제제 Poziotinib (HM781-36B)	스펙트럼社(미공개)		2상		3상	허가	판매	
표적항암제	RAF 억제제 (HM95573)	제넨텍社(0.8억달러/8.3억달러)	1상		2상	3상	허가	판매	

자료: 한미약품, 동부 리서치

Analyst 구자용
02 369 3425
jaykoo@dongbuhappy.com

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	538	1,145	1,013	1,210	1,321
현금및현금성자산	52	138	441	452	449
매출채권및기타채권	290	785	359	493	565
재고자산	133	158	143	179	189
비유동자산	496	577	664	739	898
유형자산	328	416	526	616	785
무형자산	88	67	44	29	19
투자자산	50	54	54	54	54
자산총계	1,033	1,723	1,677	1,949	2,219
유동부채	182	674	537	552	520
매입채무및기타채무	124	278	142	157	125
단기차입금및단기사채	36	37	37	37	37
유동성장기부채	11	66	66	66	66
비유동부채	262	304	304	304	304
사채및장기차입금	224	263	263	263	263
부채총계	444	978	841	856	824
자본금	24	26	26	26	26
자본잉여금	419	418	418	418	418
이익잉여금	80	228	314	557	844
비지배주주지분	62	70	75	88	103
자본총계	589	745	836	1,093	1,395

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	761	1,318	1,049	1,359	1,509
매출원가	339	398	421	426	447
매출총이익	423	919	627	933	1,062
판관비	388	707	511	623	663
영업이익	34	212	116	310	399
EBITDA	60	262	196	394	501
영업외손익	2	-2	27	-7	-7
금융손익	-8	-11	8	-11	-11
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	10	9	19	4	4
세전이익	36	210	143	304	393
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	162	112	277	323
지배주주지분순이익	36	154	106	264	308
비지배주주지분순이익	8	8	5	13	15
총포괄이익	33	156	112	277	323
증감률(%YoY)					
매출액	4.3	73.1	-20.4	29.6	11.0
영업이익	-44.3	514.8	-45.0	166.2	28.7
EPS	-25.2	330.1	-31.1	148.4	16.3

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

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-33	102	486	205	290
당기순이익	43	162	112	277	323
현금유출이없는비용및수익	33	119	103	121	183
유형및무형자산상각비	25	50	80	85	103
영업관련자산부채변동	-94	-117	303	-168	-146
매출채권및기타채권의감소	-68	-492	425	-134	-71
재고자산의감소	-27	-25	15	-36	-10
매입채무및기타채무의증가	14	3	-137	15	-32
투자활동현금흐름	-69	-114	-149	-160	-258
CAPEX	-69	-121	-166	-159	-261
투자자산의순증	25	-4	0	0	0
재무활동현금흐름	85	95	-34	-35	-35
사채및차입금의 증가	-9	95	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	94	0	1	0	0
배당금지급	0	0	-20	-21	-21
기타현금흐름	0	4	0	0	0
현금의증가	-17	86	303	10	-3
기초현금	69	52	138	441	452
기말현금	52	138	441	452	449

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	3,441	14,800	10,200	25,338	29,477
BPS	50,547	64,680	72,935	96,279	123,762
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiple(배)					
P/E	29.1	49.2	49.8	20.0	17.2
P/B	2.0	11.3	7.0	5.3	4.1
EV/EBITDA	20.4	29.4	26.8	13.3	10.5
수익성(%)					
영업이익률	4.5	16.1	11.1	22.8	26.4
EBITDA마진	7.9	19.9	18.7	29.0	33.2
순이익률	5.7	12.3	10.7	20.4	21.4
ROE	7.6	25.7	14.8	29.9	26.8
ROA	4.5	11.8	6.6	15.3	15.5
ROIC	6.4	20.6	11.8	36.1	31.0
안정성및기타					
부채비율(%)	75.4	131.3	100.6	78.3	59.1
이자보상배율(배)	2.8	17.3	8.3	22.0	28.3
배당성향(배)	0.0	12.6	18.6	7.5	6.4

자료: 한미약품, 동부 리서치　　주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 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 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 투자의견 비율 (2016-09-30 기준) – **매수**(75.5%) **중립**(24.5%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 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 투자의견은 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 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
*16/07/25	BUY	930,000			
16/10/04	BUY	730,000			

주: *표는 담당자 변경