

제약
Company Report
2019.7.4

투자요건(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 615,000원
현재주가(19/07/03)	414,500원
상승여력	48%

영업이익(19F,십억원)	66
Consensus 영업이익(19F,십억원)	75
EPS 성장률(19F,%)	14.6
MKT EPS 성장률(19F,%)	-23.1
P/E(19F,x)	168.8
MKT P/E(19F,x)	12.5
KOSPI	2,096.02
시가총액(십억원)	4,813
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	58.0
외국인 보유비중(%)	15.6
베타(12M) 일간수익률	0.95
52주 최저가(원)	372,363
52주 최고가(원)	505,315

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.2	-4.8	3.9
상대주가	-0.1	-9.5	12.7



[바이오/헬스케어]

김태희
02-3774-6813
taehee.kim@miraeeasset.com

한미약품 (128940)

아쉬운 판권 반환, 국내 신약개발 기술력에 대한 과도한 우려는 금물

안센, 1조원에 도입했던 비만치료제의 권리 반환

전일 한미약품은 안센이 개발 중이던 비만/당뇨치료제 HM12525A의 권리를 반환 받았다고 공시했다. HM12525A는 15년 11월 안센에게 총 마일스톤 9.15억 달러, 계약금 1.05억 달러에 기술이전된 물질이다. 안센은 최근 완료된 2건의 임상2상에서 1차 평가 지표인 체중 감소는 목표치에 도달했으나, 당뇨가 동반된 비만 환자에서의 혈당 조절이 내부 기준에 미치지 못해 권리 반환을 결정했다고 밝혔다. 한미약품이 이미 수령한 1.05억 달러는 반환하지 않는다.

HM12525A의 가치 제외하며 목표주가 61.5만원으로 하향 조정

이번 이슈로 HM12525A의 가치를 제외하며 한미약품에 대한 목표주가를 기존 680,000원에서 615,000원으로 하향 조정한다. 기존 HM12525A의 가치를 약 5,858억원으로 추정해왔기 때문이다. 임상2상에서 두 자릿수 kg의 의미 있는 체중 감소가 있다고 알려져 추후 비만/당뇨치료제가 아닌 비만치료제로 개발될 여지가 있지만 보수적인 관점에서 전체의 가치를 제외했다. 애초 바이오의약품의 임상2상에서의 출시 확률 31.6%만 적용했기에 목표주가 하향폭은 약 10%로 크지 않다.

아쉽긴 하지만 국내 신약개발 능력에 대한 과도한 우려는 금물

신약 개발이 매우 어렵다는 점은 익히 알려진 점이지만 빅파마 대상 1조원에 기술이전됐던 물질의 실패라 아쉬움이 크다. 특히 최근 국내 바이오업체들의 임상3상 결과에 대한 우려가 높아진 시기에 발생했다는 점에서 투자자의 부담은 더욱 클 것으로 보인다.

하지만 올해 들어 유한양행이 길리어드와 베링거인겔하임을 대상으로 대규모 기술이전 계약을 체결했고, 올릭스와 레고캠바이오도 각각 떼아와 밀레니엄(일본 1위 제약사인 다케다의 항암 전문 자회사)에 기술을 이전했다. 상장을 준비 중인 SK바이오팜도 세노바메이트(뇌전증 치료제)에 대해 아벨 테라퓨틱스와 계약을 맺었으며, 솔리암페톨(수면장애치료제)은 다음 주 미국 출시가 예정되어 있다. 이처럼 다양한 신약개발 업체에서 우수한 성과들이 나오고 있기에 국내 업체의 기술력에 대한 과도한 우려는 자제해야 할 것으로 판단한다.

한미약품도 비록 비만/당뇨치료제의 판권은 돌려 받았지만, ① NASH치료제로 임상1상 중인 Triple Agonist와 ② HM12525A보다 체중 감소 효과가 뛰어난 LAPS Glucagon, ③ 기존 FLT3 저해제의 내성을 극복할 것으로 예상되는 HM43239, ④ 연내 미국과 중국에서 임상1상 IND 신청이 기대되는 이중항체 등은 여전히 매력적이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	883	917	1,016	1,056	1,239	1,507
영업이익 (십억원)	27	82	84	66	119	214
영업이익률 (%)	3.1	8.9	8.3	6.3	9.6	14.2
순이익 (십억원)	23	60	25	29	53	107
EPS (원)	2,009	5,204	2,144	2,456	4,551	9,189
ROE (%)	3.5	8.8	3.5	4.0	7.0	13.0
P/E (배)	136.9	110.1	216.5	168.8	91.1	45.1
P/B (배)	4.8	9.1	7.4	6.4	6.1	5.4
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

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

한미약품

아쉬운 판권 반환, 국내 신약개발 기술력에 대한 과도한 우려는 금물

표 1. 한미약품 밸류에이션

	적정 가치(십억원)	비고
국내부문	1,312.5	12M Fwd EBITDA에 25.0배(신약가치 반영되기 전 시기의 평균) 적용
북경한미약품	720.5	12M Fwd 순이익에 지분율 고려 후 25배 적용
한미정밀화학	12.7	12M Fwd 순이익에 지분율 고려 후 15배 적용
신약 가치	5,651.0	
Quantum Project	4,547.3	
LAPS-GLP-1/GCG	585.8	판권 반환으로 제외
RAF inhibitor	152.2	
Rolontis	854.4	
Pozotinib	97.1	
순차입금	539.6	
목표 시가총액	7,157.2	
주식수	11,612.2	천주
목표주가	616,353	원

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 최근 1년간 발생한 기술이전 사례

제약사	체결일	파트너	적응증	임상 단계	마일스톤	계약금
JW중외제약	18.08.24	레오파마	아토피	전임상	4억 달러	1,700만 달러
유한양행	18.11.03	안센	폐암	임상2상	12.55억 달러	5천만 달러
코오롱티슈진	18.11.19	먼디파마	퇴행성관절염	국내 시판	5.9억 달러	2,658만 달러
인트론바이오	18.11.20	로이반트	슈퍼 박테리아	국내 임상1b/2a상	6.7억 달러	1천만 달러
에이비엘바이오	18.11.30	트리거 테라퓨틱스	항암제	국내 임상1상	5.95억 달러	500만 달러
유한양행	19.01.06	길리어드	NASH	후보물질	7.85억 달러	1,500만 달러
SK바이오팜	19.02.13	아벨 테라퓨틱스	뇌전증	미국 허가 신청	5.3억 달러	1억 달러
올릭스	19.03.15	떼아	황반변성	전임상	6,300만 유로	200만 유로
레고캠바이오	19.03.22	밀레니엄	항암 (3개 타겟)	전임상	4,548억원	81.6억원
유한양행	19.07.01	베링거인겔하임	NASH	전임상	8.7억 달러	4,000만 달러

자료: 미래에셋대우 리서치센터

한미약품

아쉬운 판권 반환, 국내 신약개발 기술력에 대한 과도한 우려는 금물

한미약품 (128940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,016	1,056	1,239	1,507
매출원가	475	490	571	690
매출총이익	541	566	668	817
판매비와관리비	457	500	548	603
조정영업이익	84	66	119	214
영업이익	84	66	119	214
비영업손익	-34	-20	-24	-22
금융손익	-15	-17	-17	-17
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	50	46	95	192
계속사업법인세비용	16	7	22	45
계속사업이익	34	39	73	146
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	39	73	146
지배주주	25	29	53	107
비지배주주	9	11	20	40
총포괄이익	28	39	73	146
지배주주	19	27	50	101
비지배주주	9	12	23	45
EBITDA	131	114	167	262
FCF	-156	15	22	71
EBITDA 마진율 (%)	12.9	10.8	13.5	17.4
영업이익률 (%)	8.3	6.3	9.6	14.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.5	2.7	4.3	7.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	564	622	706	877
현금 및 현금성자산	67	106	101	140
매출채권 및 기타채권	183	190	222	271
재고자산	248	258	302	367
기타유동자산	66	68	81	99
비유동자산	1,127	1,146	1,158	1,174
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	900	906	913	921
무형자산	61	63	65	67
자산총계	1,691	1,768	1,865	2,051
유동부채	435	472	495	531
매입채무 및 기타채무	149	157	184	224
단기금융부채	215	258	251	243
기타유동부채	71	57	60	64
비유동부채	467	473	480	490
장기금융부채	416	420	419	419
기타비유동부채	51	53	61	71
부채총계	902	945	975	1,020
지배주주지분	703	726	774	874
자본금	28	28	28	28
자본잉여금	415	415	415	415
이익잉여금	288	311	358	459
비지배주주지분	86	97	116	156
자본총계	789	823	890	1,030

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	26	62	70	121
당기순이익	34	39	73	146
비현금수익비용가감	118	69	83	106
유형자산감가상각비	41	41	41	42
무형자산상각비	6	6	6	7
기타	71	22	36	57
영업활동으로인한자산및부채의변동	-98	-21	-46	-70
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	59	-7	-32	-47
재고자산 감소(증가)	0	-10	-44	-65
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	2	8	12
법인세납부	-14	-7	-22	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-146	-64	-62	-68
유형자산처분(취득)	-182	-47	-48	-50
무형자산감소(증가)	-29	-8	-8	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	116	-2	-9	-13
기타투자활동	-51	-7	3	4
재무활동으로 인한 현금흐름	140	41	-13	-14
장단기금융부채의 증가(감소)	155	46	-8	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9	-6	-6	-6
기타재무활동	-6	1	1	0
현금의 증가	20	38	-5	39
기초현금	47	67	106	101
기말현금	67	106	101	140

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	216.5	168.8	91.1	45.1
P/CF (x)	35.4	44.6	30.9	19.1
P/B (x)	7.4	6.4	6.1	5.4
EV/EBITDA (x)	45.1	47.9	32.7	20.8
EPS (원)	2,144	2,456	4,551	9,189
CFPS (원)	13,114	9,286	13,407	21,736
BPS (원)	62,395	64,364	68,427	77,128
DPS (원)	490	490	490	490
배당성향 (%)	16.6	14.5	7.8	3.9
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	10.8	3.9	17.3	21.6
EBITDA증가율 (%)	10.1	-13.0	46.5	56.9
조정영업이익증가율 (%)	2.4	-21.4	80.3	79.8
EPS증가율 (%)	-58.8	14.6	85.3	101.9
매출채권 회전을 (회)	4.8	5.9	6.2	6.3
재고자산 회전을 (회)	4.2	4.2	4.4	4.5
매입채무 회전을 (회)	10.4	10.8	11.4	11.5
ROA (%)	2.0	2.3	4.0	7.5
ROE (%)	3.5	4.0	7.0	13.0
ROIC (%)	5.1	4.6	7.1	12.0
부채비율 (%)	114.3	114.9	109.6	99.0
유동비율 (%)	129.7	131.9	142.7	165.1
순차입금/자기자본 (%)	67.5	65.6	59.7	46.2
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	3.4	5.8	10.1

자료: 한미약품, 미래에셋대우 리서치센터

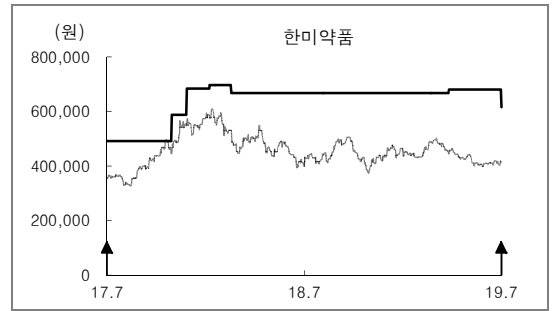
한미약품

아쉬운 판권 반환, 국내 신약개발 기술력에 대한 과도한 우려는 금물

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
한미약품(128940)					
2019.07.03	매수	615,000	-	-	
2019.03.28	매수	680,000	-38.02	-31.62	
2019.02.18	1년 경과 이후		-	-	
2018.02.18		매수	667,212	-32.15	-17.79
2018.01.09		매수	696,648	-19.18	-12.68
2017.11.28		매수	683,321	-18.77	-12.98
2017.10.31		매수	587,079	-11.54	-3.61
2017.06.11		매수	490,836	-20.48	0.98

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

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 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한미약품(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.