



Buy(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(1/3): 287,000원

시가총액: 29,949억원

제약/바이오/헬스케어

Analyst 김주용

02) 3787-5109 jykim21@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/3)		2,043.97pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	783,000원	284,500원
등락률	-63.67%	0.88%
수익률	절대	상대
1M	-17.4%	-20.4%
6M	-59.9%	-61.0%
1Y	-60.6%	-62.2%

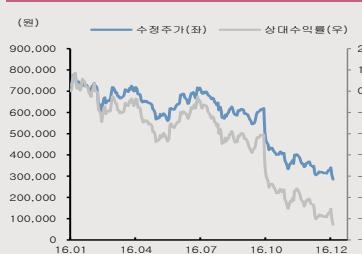
Company Data

발행주식수		10,435천주
일평균 거래량(3M)		150천주
외국인 지분율		8.97%
배당수익률		0.27%
BPS		66,308원
주요 주주	한미사이언스	41.37%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,175	10,096	8,519	8,814
보고영업이익	2,118	565	184	190
핵심영업이익	2,118	565	184	340
EBITDA	2,619	852	478	639
세전이익	2,096	487	204	363
순이익	1,621	375	157	281
자체주주지분순이익	1,544	360	151	270
EPS(원)	14,800	2,962	1,242	2,316
증감률(%YoY)	331.2	-80.0	-58.1	86.4
PER(배)	49.2	245.8	586.0	314.3
PBR(배)	11.3	11.0	11.0	10.9
EV/EBITDA(배)	31.1	89.8	156.0	106.9
보고영업이익률(%)	16.1	5.6	2.2	2.2
핵심영업이익률(%)	16.1	5.6	2.2	3.9
ROE(%)	24.3	5.0	2.1	3.7
순부채비율(%)	24.8	-35.0	-59.8	-142.1

Price Trend

 기업분석

한미약품(128940)

R&D 파이프라인 가치 재평가 반영



한미약품이 2015년 11월 사노피사와 기술이전 계약을 맺은 퀸텀프로젝트 중 일부 계약 수정을 공시했습니다. 세가지 신약 후보물질 중 GLP-1의 개발 마일스톤을 감액하였고, 지속형 인슐린에 대한 권리를 반환했습니다. 해당 파이프라인 및 기존 신약 후보물질들에 대한 기술료 및 성공률 등의 재조정이 불가피해 보입니다.

>>> 지속형 당뇨치료제(퀸텀프로젝트) 관련 계약 변경

동사는 지난 12월 29일 사노피사와 기술이전 계약을 맺은 퀸텀프로젝트 중 일부에 대해 계약 수정을 공시했다. 한미약품은 지난해 랩스커버리 플랫폼 기술 기반 지속형 당뇨치료제 '에페글레나타이드(지속형 GLP-1)', '1주 1회 제형 인슐린(Laps-Insulin115), '에페글레나타이드+인슐린(Laps-Insulin Combo) 등에 대해 글로벌 권리를 사노피에게 이전하는 조건으로 계약금 4억유로, 임상 단계별 마일스톤 35억유로를 지급받는 대규모 계약을 체결한 바 있다. 그러나 금번 수정계약이 진행되면서 한미약품은 사노피사로 4억유로의 계약금 중 1.96억유로를 순차적으로 반환할 계획이다. 또 개발 및 상업화 마일스톤 35억유로는 최대 27.2억유로로 감액됐다. 개발 진행상의 계약조건 변경도 있었다. 에페글레나타이드에 대한 권리는 유지되지만 개발 비용의 일부를 한미약품이 부담하기로 하였고, Laps-Insulin115의 권리는 다시 동사로 반환됐다. Laps-Insulin Combo는 계약 조건은 유지되지만, 일정 기간동안 한미약품이 개발을 진행한 후 사노피사가 인수하는 것으로 변경됐다.

>>> R&D 리스크 일부 해소, 그러나 더 높은 신뢰가 필요

동사의 핵심 파이프라인인 랩스커버리 플랫폼 기술 기반 지속형 단백질의약품은 대표적인 바이오베터로 높은 시장성을 보유하고 있다. 하지만 대규모 임상 및 상업화를 위해서는 대량생산이 가능해야 하기 때문에 생산수율을 맞추는 것이 중요한 문제일 것이다. 사노피와 얀센은 각각 동사의 랩스커버리 기반 지속형 후보물질들에 대해 생산지연 이슈로 임상유예 의견을 밝힌 바 있기 때문에 R&D 리스크도 동반 증가하는 모습이었다. 금번 수정계약으로 랩스커버리 관련 R&D에 대한 리스크(계약해지)는 일부 해소될 수 있을 것이다. 다만 생산지연 이슈 해결 및 다른 파이프라인들의 개발 진행과정 공유 등 더 높은 신뢰가 필요할 것으로 판단된다. 전일 동사는 1주당 0.07주 비율로 무상증자를 발표했다. 이는 주주가치 제고를 위한 선택이었을 것이다.

>>> 투자의견 Buy(Maintain), 목표주가 36만원으로 하향

당사는 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 36만원으로 하향한다. 목표주가 하향은 DCF 모델을 이용한 신약 파이프라인 가치의 산정에 있어, 수정계약으로 변경된 기술료를 반영하였고, 신약성공 확률 및 상업화 시 점유율 등을 기준 대비 보수적으로 적용해 파이프라인의 가치를 산정했다. 영업가치의 경우 랩스커버리 관련 R&D 비용이 증가할 것으로 예상되는 만큼 2017년 예상실적 기준 EV/EBITDA 17배(국내 제약사 평균)를 적용해 산정했다.

한미약품 Valuation Table

	산정내역	비고
가. 북경한미약품 주당 지분가치(원) : 적정가치 * 73.8%(지분율)	23,169	
북경한미약품 2017년 예상 순이익(억원)	204	
적정PER(배) : 향후 3년 평균 순이익증가율 30% → 7% (중국 영업환경 규제 반영)	15.0	
적정가치(억원)	3,059	
실질지분가치(73.8% 지분 고려, 억원)	2,258	
나. 한미약품 본업 주당 가치(원)	83,388	
2017년 예상 EBITDA	478	
적정EV/EBITDA : R&D투자확대(지속적인 파트너링 긍정적), 업종평균 Multiple 반영	17.0	
다. 지속형 당뇨병치료제(EXENDIN-4) 주당가치(원) : DCF, 할인율 6.9%(WACC) - 미국 임상2상 후기 완료(사노피 파트너링 완료)	71,273	성공확률 30% 가정
라. 지속형 백혈구감소증치료제(G-CSF) 주당가치(원) : DCF, 할인율 6.9%(WACC) - 미국 임상3상(스펙트럼 파트너링 완료)	17,303	성공확률 60%로 가정
마. 퇴행성 관절염 치료제(BTK Inhibitor) 주당가치(원) : DCF, 할인율 6.9%(WACC) - 유럽 임상1상 완료(릴리 파트너링 완료)	45,451	성공확률 30%로 가정
바. 표적 항암제(Poziotinib, 2세대) 주당가치(원) : DCF, 할인율 6.9%(WACC) - 임상2상 진입(스펙트럼, 루에 파트너링 완료)	20,070	성공확률 30%로 가정
사. 항암제(RAF Inhibitor) 주당가치(원) : DCF, 할인율 6.9%(WACC) - 임상2상 진입(제넨텍 파트너링 완료)	66,300	성공확률 30%로 가정
아. Insulin+GLP-1 Combo 주당가치(원) : DCF, 할인율 6.9%(WACC) - 임상1상 진입(사노피 파트너링 완료)	35,342	성공확률 10%로 가정
합계(원) : 가+나+다+라+마+바+사+아	362,296	

자료: 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,613	13,175	10,096	8,519	8,814
매출원가	3,388	3,983	4,277	3,792	3,881
매출총이익	4,225	9,193	5,819	4,727	4,932
판매비및일반관리비	3,881	7,075	5,254	4,543	4,592
영업이익(보고)	345	2,118	565	184	190
영업이익(핵심)	345	2,118	565	184	340
영업외손익	20	-22	-77	20	22
이자수익	36	10	11	9	10
배당금수익	3	3	4	3	3
외환이익	34	107	38	38	38
이자비용	121	123	137	150	164
외환손실	20	61	4	4	4
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	70	131	76	63	69
금융상품평가및기타금융이익	1	0	0	0	0
기타	17	-90	-66	60	71
법인세차감전이익	365	2,096	487	204	363
법인세비용	-68	475	113	46	82
유효법인세율 (%)	-18.7%	22.7%	23.1%	22.8%	22.5%
당기순이익	433	1,621	375	157	281
지배주주지분순이익(억원)	355	1,544	360	151	270
EBITDA	598	2,619	852	478	639
현금순이익(Cash Earnings)	687	2,122	662	452	580
수정당기순이익	349	1,520	316	109	228
증감율(%), YoY					
매출액	4.3	73.1	-23.4	-15.6	3.5
영업이익(보고)	-44.3	514.8	-73.3	-67.4	3.5
영업이익(핵심)	-44.3	514.8	-73.3	-67.4	85.2
EBITDA	-32.7	337.7	-67.5	-43.8	33.6
지배주주지분 당기순이익	-19.2	334.9	-76.7	-58.0	78.5
EPS	-24.7	331.2	-80.0	-58.1	86.4
수정순이익	-30.3	335.7	-79.2	-65.7	109.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,377	11,451	11,221	12,654	19,550
현금및현금성자산	525	1,383	6,126	8,479	15,231
유동금융자산	454	442	636	537	555
매출채권및유동채권	3,068	8,045	2,804	2,242	2,319
재고자산	1,331	1,581	1,655	1,397	1,445
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,956	5,775	5,858	6,023	6,225
장기매출채권및기타비유동채권	14	150	115	97	101
투자자산	508	437	380	333	346
유형자산	3,279	4,157	4,196	4,234	4,270
무형자산	879	672	705	761	737
기타비유동자산	277	358	462	597	771
자산총계	10,333	17,226	17,080	18,677	25,776
유동부채	1,824	6,736	6,220	7,683	14,501
매입채무및기타유동채무	1,256	5,414	4,149	3,501	3,622
단기차입금	356	376	594	844	1,147
유동성장기차입금	112	656	656	656	656
기타유동부채	99	290	821	2,682	9,076
비유동부채	2,617	3,042	3,236	3,422	3,631
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	2,254	2,642	2,840	2,990	3,118
기타비유동부채	364	399	396	432	513
부채총계	4,441	9,778	9,456	11,105	18,132
자본금	244	256	261	261	261
주식발행초과금	4,016	4,004	4,004	4,003	4,003
이익잉여금	797	2,281	2,456	2,417	2,496
기타자본	218	208	208	208	208
지배주주지분자본총계	5,275	6,749	6,929	6,890	6,969
비지배주주지분자본총계	618	699	695	682	674
자본총계	5,892	7,448	7,624	7,572	7,644
순차입금	1,743	1,849	-2,672	-4,525	-10,865
총차입금	2,722	3,674	4,090	4,490	4,921

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-324	1,042	5,017	2,437	6,893
당기순이익	433	1,621	375	157	281
감가상각비	232	268	270	273	275
무형자산상각비	22	233	17	22	24
외환손익	-11	-50	-34	-35	-34
자산처분손익	2	4	-76	-63	-69
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-937	-1,143	4,467	2,052	6,386
기타	-66	108	-2	31	31
투자활동현금흐름	-692	-1,168	-483	-311	-444
투자자산의 처분	101	164	-57	178	8
유형자산의 처분	7	17	8	21	18
유형자산의 취득	-692	-1,211	-309	-311	-311
무형자산의 처분	-108	-141	-50	-78	0
기타	0	3	-66	-100	-141
재무활동현금흐름	847	945	208	227	303
단기차입금의 증가	-980	-94	218	250	303
장기차입금의 증가	889	1,043	198	150	128
자본의 증가	943	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-205	-209	-209
기타	-5	-4	-3	36	81
현금및현금성자산의순증가	-168	859	4,743	2,353	6,752
기초현금및현금성자산	693	525	1,383	6,126	8,479
기말현금및현금성자산	525	1,383	6,126	8,479	15,231
Gross Cash Flow	612	2,184	550	385	508
Op Free Cash Flow	-1,073	-355	4,829	2,099	6,637

투자지표

(단위: 원, 배, %)

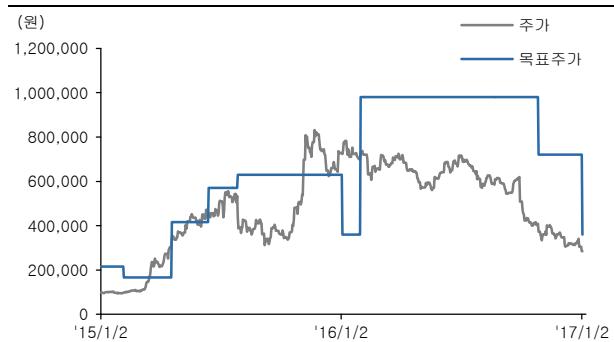
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	3,432	14,800	2,962	1,242	2,316
BPS	50,547	64,680	66,308	65,933	66,630
주당EBITDA	5,785	25,101	7,012	3,934	5,491
CFPS	6,639	20,334	5,450	3,718	4,981
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	29.2	49.2	245.8	586.0	314.3
PBR	2.0	11.3	11.0	11.0	10.9
EV/EBITDA	24.2	31.1	89.8	156.0	106.9
PCFR	15.1	35.8	133.6	195.8	146.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	16.1	5.6	2.2	2.2
영업이익률(핵심)	4.5	16.1	5.6	2.2	3.9
EBITDA margin	7.9	19.9	8.4	5.6	7.3
순이익률	5.7	12.3	3.7	1.8	3.2
자기자본이익률(ROE)	8.2	24.3	5.0	2.1	3.7
투하자본이익률(ROIC)	6.3	20.3	6.5	4.0	-41.3
안정성(%)					
부채비율	75.4	131.3	124.0	146.7	237.2
순차입금비율	29.6	24.8	-35.0	-59.8	-142.1
이자보상배율(배)	2.8	17.3	4.1	1.2	2.1
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.4	1.9	3.4	3.9
재고자산회전율	6.4	9.0	6.2	5.6	6.2
매입채무회전율	6.8	4.0	2.1	2.2	2.5

- 당사는 1월 3일 현재 '한미약품' 발행주식 1% 이상을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한미약품 (128940)	2014/12/17	BUY(Maintain)	167,000원
	2015/02/06	BUY(Maintain)	167,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	416,000원
	2015/06/15	BUY(Maintain)	570,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	570,000원
	2015/07/06	Outperform(downgrade)	570,000원
	2015/07/29	BUY(Upgrade)	630,000원
	담당자변경	BUY(Reinitiate)	980,000원
	2016/02/01	BUY(Maintain)	980,000원
	2016/04/20	BUY(Maintain)	980,000원
	2016/07/29	BUY(Maintain)	980,000원
	2016/10/28	BUY(Maintain)	720,000원
	2017/01/04	BUY(Maintain)	360,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/1/1~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%