



▲ 제약/헬스케어/바이오

Analyst 이태영

02. 6098-6658

taeyoung.lee@meritz.co.kr

한미약품 128940

하나씩 해소되고 있는 불확실성

- ✓ 생산 재개 소식에 이은 JNJ-65465111(HM12525A)의 임상 재개 공시
- ✓ 일시중단(Suspended)된 당뇨병을 진단받은 성인 대상 임상1상 종료(Terminated)
- ✓ 하반기 중 타겟 시장에 맞는 환자군과 용량 적용한 신규 임상 1상 개시 예정
- ✓ 양사(한미약품-얀센)간 계약사항 변동 없음
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 450,000원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월)	450,000 원
현재주가 (6.9)	414,500 원
상승여력	8.56%
KOSPI	2,381.69pt
시가총액	46,273억원
발행주식수	1,116만주
유동주식비율	58.15%
외국인비중	9.66%
52주 최고/최저가	717,000원 / 284,500원
평균거래대금	382.5억원
주요주주(%)	
한미사이언스(외3인)	41.39%
신동국(외1인)	9.13%
국민연금공단	6.10%
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	18.77 43.07 -35.54
상대주가	24.70 28.39 -48.44

주가그래프



새 임상 위해 기존 임상 종료

한미약품은 당뇨·비만 바이오신약인 JNJ-64565111(HM12525A, LAPS-GLP/GCG)를 이용한 기존 임상 1상을 종료하고 새로운 임상 1상을 시작하기로 공시했다. 기존 임상(NCT02862431)은 제2형 당뇨병을 앓고 있는 성인 환자를 대상으로 안전성, 내약성, 약물동력학 및 약력학적 특성을 확인하기 위한 임상 1상이었다. 해당 임상은 2016년 6월 30일 승인되었으나, 2016년 11월 30일 생산 관련 이유로 일시중단(Suspended)되었으며, 2017년 6월 7일 최종 종단(Terminated)되었다.

비만형 당뇨환자 타겟 임상 진행 기대

새로운 임상은 타겟 시장에 맞는 환자군과 용량을 적용하고 지역을 변경해 진행할 계획이다. HM12525A는 GLP-1/GCG 복합작용제이므로 당뇨병과 비만을 동반한 환자를 타겟하여 더욱 세분화된 시장을 공략할 전망이다. 3분기중 시작될 예정이며, 임상 1상 시험에서 투여와 관련된 안전성은 확인된 상황이므로 빠른 환자 모집 및 결과 발표가 기대된다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 450,000 원으로 상향

한미약품에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하며, 적정주가를 450,000원으로 상향한다. 새로운 타겟 환자를 가정하여 가치평가를 수행하였으며, 그에 따라 전체 파이프라인 가치를 기존 2조 6,851억원에서 3조 1,259억원으로 상향했다. 그러나 현재주가대비 상승여력이 제한된다고 판단하여 투자의견은 Trading Buy로 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,317.5	211.8	154.4	13,835	330.1	54,445	49.2	12.5	29.4	25.7	131.3
2016	882.7	26.8	23.3	2,089	-84.9	55,484	136.7	5.1	49.7	3.5	117.4
2017E	964.6	80.3	38.8	3,479	66.5	57,354	119.1	7.2	39.6	5.8	114.6
2018E	1,135.0	131.9	74.2	6,646	91.0	63,602	62.4	6.5	26.9	10.3	102.4
2019E	1,097.5	91.5	49.4	4,423	-33.4	67,671	93.7	6.1	34.6	6.3	89.2

1. Valuation

표1 SOTP Valuation

(십억원, 주)	조정 전 가치	배율	조정 비율	환산 가치	비고
1. 영업가치	(A)			1,462.5	
-기존사업	711.1	1.5	130%	1,462.5	'16마일스톤 제외 별도 매출, 상위제약사 평균 PSR, 프리미엄 30%
2. 파이프라인가치	(B)			3,125.9	
Rolontis				253.9	
Efpeglenatide				812.8	
Poziotinib				339.0	
HM71224				359.3	
HM95573				355.5	
LAPS Insulin 115				411.7	
HM12525A				597.5	
3. 관계기업	(C)			611.4	
북경한미약품	195.0	3.7	73.7%	531.5	1Q17기준 자본금에 중국 제약산업 평균 PBR 3.7배 적용
한미정밀화학	126.7	1.0	63.0%	79.8	1Q17기준 자본금
4. 순차입금	(D)			233.1	1Q17기준
5. 주주가치				4,966.7	(A+B+C-D)
6. 전체 주식수				11,111,955	1Q17기준
7. 적정주가(원)				446,970	

자료: 한미약품, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 rNPV방식을 통한 Pipeline Valuation 종합

(억원)	최초출시예상	예상 Peak Sales	Total rNPV	한미배분가치	주당가치(원)
Rolontis	'20	10.8	3,906.3	2,539.1	22,850
Efpeglenatide	'21	51.4	11,953.1	8,128.1	73,148
Poziotinib	'22	36.8	5,215.5	3,390.1	30,509
HM71224	'24	122.2	4,790.3	3,592.7	32,332
HM95573	'24	97.8	5,023.9	3,516.7	31,648
LAPS Insulin 115	'24	177.7	12,290.3	4,117.2	37,052
HM12525A	'24	165.8	7,966.8	5,975.1	53,772
합계			51,146.2	31,259.1	299,557

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 HM12525A Valutaion

	'17E	'18E	'19E	'20E	'21E	'22E	'23E	'24E	'25E	'26E	'27E	'28E ..	'35E	TV
Patient Pool (백만명)														
Global T2D Diagnosis	75.9	77.7	79.5	81.3	83.1	84.9	86.7	88.5	90.3	92.1	93.8	95.6	108.4	
T2D with Obesity	42.5	43.5	44.6	45.7	46.7	47.8	48.9	50.0	51.1	52.1	53.1	54.2	61.7	
매출, 마일스톤 및 로열티 (백만달러)														
Sales							316.5	672.3	1,212.4	2,057.6	3,242.2	16,576.2		
Royalty							41.1	87.4	157.6	267.5	421.5	2,154.9		
Milestone		70.0		70.0			70.0	500.0						
CF		70.0		70.0			70.0	541.1	87.4	157.6	267.5	421.5	2,154.9	31,626.8
Attrition Rate	1.0	0.6	0.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
위험 조정														
rCF	0.0	44.2	0.0	13.6	0.0	0.0	7.9	52.0	8.4	15.2	25.7	40.5	207.2	3,041.1
rPV	0.0	36.2	0.0	9.1	0.0	0.0	3.9	23.4	3.4	5.6	8.6	12.2	31.0	305.5
rNPV		692.8												
원화환산(십억원)		796.7												
한미약품 배분가치	597.5													

주1: 국가별 당뇨병 유병률, 진단률, 치료율 적용

주2: 국가별 당뇨 치료 환자 중 비만환자 비율 적용

주3: 로열티 13% 가정, 임상 성공확률 BIO의 Data 이용, 환율 1,150원 가정

자료: Cortellis, DynaMed, 메리츠증권증권 리서치센터

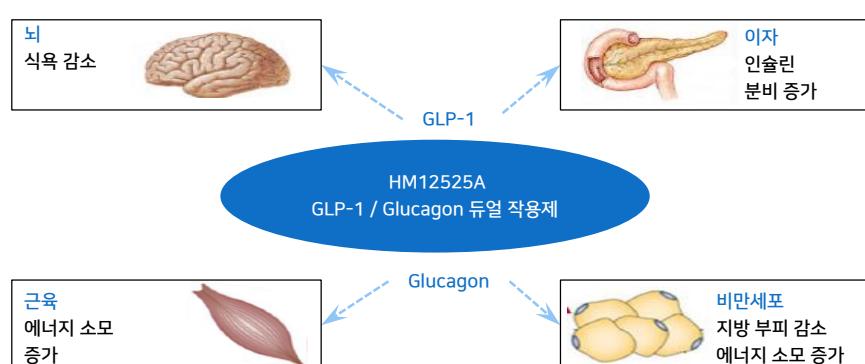
2. Pipeline Update

JNJ-64565111(HM12525A): 세밀화된 타겟 공략

당뇨+비만 공략

GLP-1/Glucagon 복합 작용제인 HM12525A는 GLP-1에 의한 효과와 Glucagon에 의한 효과를 모두 나타내는 후보물질이다. GLP-1은 중추신경계에 작용하여 식욕 감소효과를 나타내며, 이자의 인슐린 분비를 증가시켜 혈당을 낮춰 주는 역할을 한다. Glucagon의 경우 근육의 에너지 소모를 촉진시키고 비만세포에 작용해 지방을 연소시키도록 한다. JNJ-64565111은 두 타겟에 동시에 작용하여 당뇨환자의 혈당을 효과적으로 조절할 뿐만 아니라 체중 감소에도 주요한 역할을 나타낼 수 있다.

그림1 HM12525A의 작용 기전



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 GLP-1/Glucagon 복합 작용제에 의한 효과

효과	GLP-1	Glucagon	복합 작용제
음식 섭취 욕구 감소	+++	+	+++
어ネ지 소모 증가	X	+++	+++
지방 부피 감소	+	+++	+++
혈당 감소	+++	X	+++

주: / +++: 강함 / +: 중간 정도 / X: 작용 없음

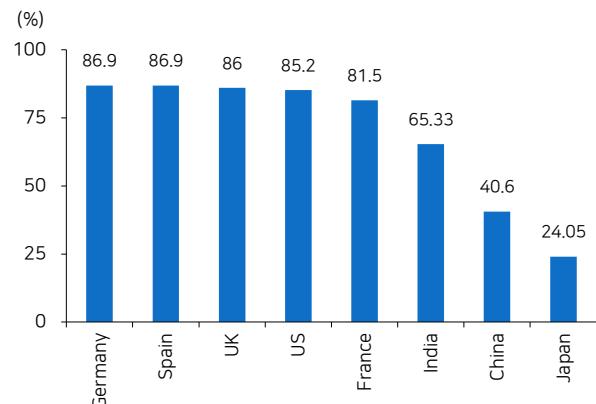
자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

당뇨 시장 지속적 확대, 비만에 대한 Unmet Needs 강함

전 세계 인구의 8.5%가
당뇨환자

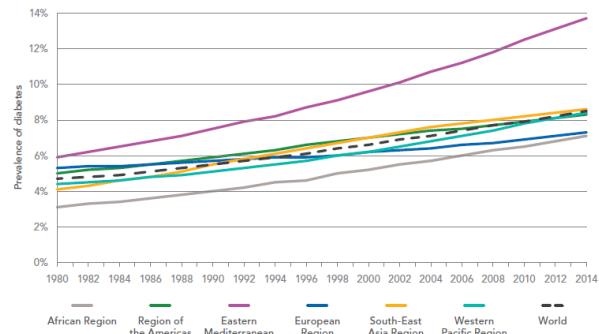
전 세계적으로 18세 이상 성인인구 중 4억 2,200만명이 당뇨병을 앓고 있는 것으로 추정된다. 이중 체중이 과다해 비만인 상태인 환자는 지역별로 차이가 있지만 북미와 유럽 지역에서는 80%이상의 높은 비율을 차지하고 있다. 그에 따라 당뇨와 비만을 함께 앓고 있는 환자에 대해 혈당과 체중을 함께 조절할 수 있는 치료제에 대한 수요는 지속적으로 있어왔으나 아직까지 양쪽 효과를 모두 잘 나타내는 치료제가 출시되지 않고 있는 상황이다.

그림2 국가별 당뇨환자 중 비만 환자 비율



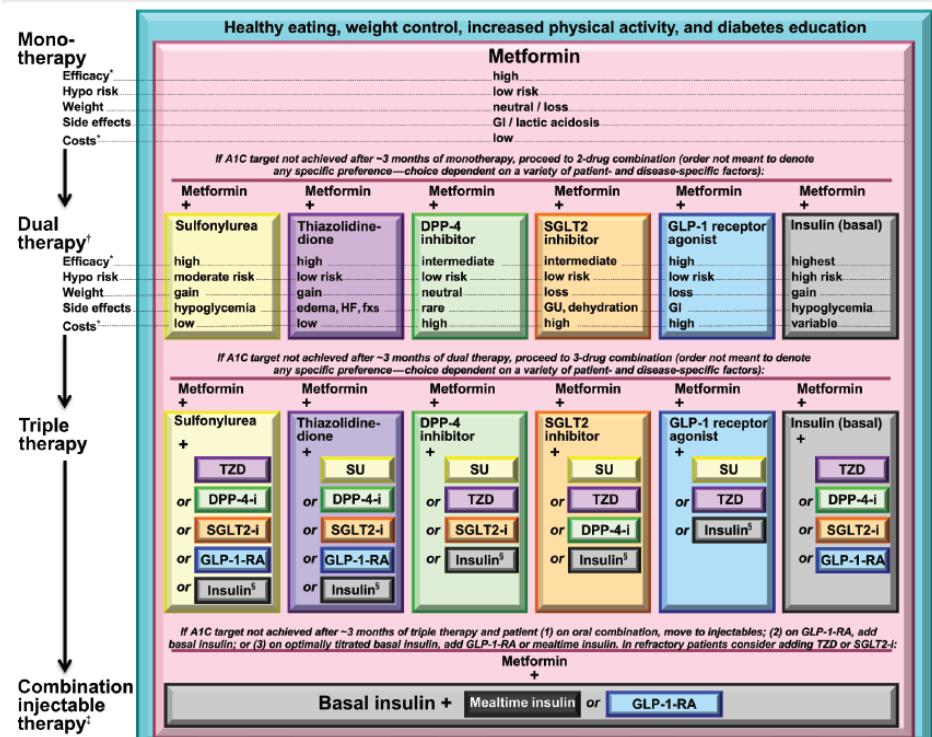
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 전 세계 지역별 당뇨병 유병률 추이



자료: WHO, 메리츠증권 리서치센터

그림4 American Diabetes Association의 2015년 당뇨병 치료 가이드라인



ADA: 메리츠증권 리서치센터

경쟁자 대부분 임상 2상 단계

Lilly, Sanofi, Merck 가 개발 중

GLP-1/GCG 복합 작용제는 당뇨병 치료제를 가지고 있는 주요 글로벌 제약사들이 대부분 개발 중이며 현재 임상 2상 단계에 있다. 한미와 안센이 공동개발하고 있는 HM12525A가 다소 진행이 늦어지면서 타 파이프라인들이 앞서나가고 있지만, 기존 임상 1상을 통해 안전성이 확인된 만큼 빠른 환자모집 및 임상 단계 진행이 기대된다.

표3 Global GLP-1/GCG 작용제 개발 현황

물질명	원개발사	현개발사	단계	임상 진행 상황	최종 업데이트
pegapamodutide	Eli Lilly	Transition	임상 2상	2018년 상반기 2b상 돌입 예정	2017-03-02
MK-8521		Merck	임상 2상	'17.9 임상 종료 예정	2016-06-15
MEDI-0382		Medimmune(AstraZeneca)	임상 2상	임상 2상 종료	2016-10-06
SAR-425899		Sanofi	임상 2상	'16.12 임상 2상 시작	2017-05-19
MOD-6030		PROLOR Biotech	임상 1상	임상 1상 종료, '17년 상반기 결과 정리 예정	2016-11-08
HM-12525A	Hanmi	J&J	임상 1상	안전성 확인, 2H17 임상 1상 재돌입	2017-06-09

자료: Cortellis, 메리츠증권 리서치센터

한미약품(128940)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,317.5	882.7	964.6	1,135.0	1,097.5
매출액증가율 (%)	73.1	-33.0	9.3	17.7	-3.3
매출원가	398.3	421.9	443.3	495.7	533.1
매출총이익	919.3	460.9	521.3	639.4	564.4
판매비와관리비	707.5	434.1	441.0	507.5	472.9
영업이익	211.8	26.8	80.3	131.9	91.5
영업이익률 (%)	16.1	3.0	8.3	11.6	8.3
금융수익	-11.3	-2.0	-8.6	-8.8	-9.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.1	-16.8	-13.1	-10.6	-12.0
세전계속사업이익	209.6	8.0	58.7	112.4	70.0
법인세비용	47.5	-22.3	8.1	15.8	5.8
당기순이익	162.1	30.3	50.6	96.6	64.3
지배주주지분 순이익	154.4	23.3	38.8	74.2	49.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	101.7	413.0	-94.2	32.7	-2.8
당기순이익(손실)	162.1	30.3	50.6	96.6	64.3
유형자산감가상각비	26.8	35.7	32.1	37.8	40.3
무형자산상각비	23.3	3.1	3.6	2.2	2.6
운전자본의 증감	-118.2	331.5	-177.9	-96.1	-100.7
투자활동 현금흐름	-114.4	-355.1	-94.8	-48.4	-24.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-121.1	-200.3	-216.3	-27.8	-27.8
투자자산의 감소(증가)	-4.1	10.8	-1.6	-2.8	3.8
재무활동 현금흐름	94.5	-62.9	127.3	30.0	-15.0
차입금증감	95.4	-35.4	226.3	30.0	-15.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	85.9	-8.0	-65.0	22.1	-33.1
기초현금	52.5	138.3	130.4	65.4	87.5
기말현금	138.3	130.4	65.4	87.5	54.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,145.1	840.7	720.9	827.3	844.1
현금및현금성자산	138.3	130.4	65.4	87.5	54.4
매출채권	777.7	250.5	303.3	340.6	386.9
재고자산	158.1	190.4	204.1	235.8	247.6
비유동자산	577.5	756.2	925.8	921.9	912.4
유형자산	415.7	598.9	760.5	750.6	738.0
무형자산	67.2	40.1	43.5	47.9	51.9
투자자산	54.1	43.3	44.9	47.7	43.9
자산총계	1,722.6	1,597.0	1,646.7	1,749.2	1,756.6
유동부채	673.6	544.1	502.2	487.0	469.4
매입채무	56.2	50.6	54.8	59.3	59.9
단기차입금	37.5	77.4	147.1	172.1	177.1
유동성장기부채	65.6	93.8	73.8	63.8	83.5
비유동부채	304.2	318.3	377.0	398.1	358.8
사채	159.5	109.7	114.8	149.8	120.0
장기차입금	103.1	49.7	128.8	108.8	98.8
부채총계	977.8	862.5	879.2	885.1	828.2
자본금	25.6	26.1	27.9	27.9	27.9
자본잉여금	417.8	417.3	415.5	415.5	415.5
기타포괄이익누계액	5.6	-3.5	-11.6	-11.6	-11.6
이익잉여금	228.1	228.9	267.7	341.9	391.3
비지배주주지분	69.9	75.1	83.7	106.1	121.1
자본총계	744.8	734.5	767.5	864.1	928.4

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	118,022	79,073	86,409	101,673	98,314
EPS(지배주주)	13,835	2,089	3,479	6,646	4,423
CFPS	27,621	9,807	9,289	13,738	10,130
EBITDAPS	23,463	5,879	10,391	15,389	12,046
BPS	54,445	55,484	57,354	63,602	67,671
DPS	2,000	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	49.2	136.7	119.1	62.4	93.7
PCR	26.9	31.2	44.6	30.2	40.9
PSR	5.8	3.6	4.8	4.1	4.2
PBR	12.5	5.1	7.2	6.5	6.1
EBITDA	261.9	65.6	116.0	171.8	134.5
EV/EBITDA	29.4	49.7	39.6	26.9	34.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.7	3.5	5.8	10.3	6.3
EBITDA 이익률	19.9	7.4	12.0	15.1	12.3
부채비율	131.3	117.4	114.6	102.4	89.2
금융비용부담률	0.9	1.1	1.3	1.0	1.1
이자보상배율(X)	17.3	2.7	6.5	11.3	7.6
매출채권회전율(X)	2.5	1.7	3.5	3.5	3.0
재고자산회전율(X)	9.0	5.1	4.9	5.2	4.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이태영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품(128940) 투자등급변경 내용