

2018. 2. 19



▲ 제약/바이오

Analyst 이태영

02. 6098-6658

taeyoung.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 680,000 원

현재주가 (2.14) 541,000 원

상승여력 25.7%

KOSPI 2,421.83pt

시가총액 61,597억원

발행주식수 1,139만주

유동주식비율 58.16%

외국인비중 13.91%

52주 최고/최저가 620,000원/282,981원

평균거래대금 405.1억원

주요주주(%)

한미사이언스 외 3 인 41.39

국민연금 9.22

신동국 외 1 인 9.13

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -12.7 61.7 86.7

상대주가 -10.1 55.9 59.9

주가그래프



한미약품 128940

HM71224 임상 중단, 파이프라인 재점검

- ✓ 류마티스 관절염 신약 HM71224 의 파트너 Eli Lilly, 임상 2 상 중단
- ✓ 중간 분석 결과 안전성에는 문제 없으나 유효성을 입증할 가능성이 낮다는 판단
- ✓ 그 외 파이프라인 개발 상황 문제 없음
- ✓ 해당 파이프라인 가치 4,625 억원 차감하여 가치 재 산정
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 680,000 원으로 하향

류마티스 관절염 신약 HM71224 의 2 상 중간분석결과 임상 중단 결론

한미약품이 지난 '15 년 3 월 Eli Lilly 에 계약금 5,000 만달러, 총 금액 6 억 9,000 만달러에 기술 이전한 HM71224 의 임상 2 상이 중단됐다. 해당 물질은 류마티스 관절염 환자를 대상으로 지난 '16 년 8 월부터 임상이 진행되고 있었다. 그러나 중간 데이터를 분석한 결과 유효성을 입증할 가능성이 낮다고 판단되어 임상 중단이 결정됐다. 안전성 부분에서의 큰 문제는 발견되지 않았기 때문에 계약 내용 변경 없이 다른 적응증에 대한 개발이 논의될 예정이다.

파이프라인 가치 변동 포인트 점검

향후 이와 같은 가치의 변화를 가져올 이벤트로는 전임상 단계 파이프라인들의 임상 진입(1H18), Poziotinib 의 Exon20 변이 환자 대상 결과 분석(2H18), 아테넥스에 기술 이전한 Oraxol 의 두 번째 중간결과 분석(3Q18), Rolontis 의 허가 신청(4Q18) 등이 있다. 대부분 실패에 대한 위험이 높지 않거나 실패 가능성이 높은 임상 2 상을 통과한 후보 물질들이다.

실패에 대한 Risk 보다 성공에 따른 Benefit 이 크다

당사가 평가한 HM71224 의 가치는 4,625 억원이며, 계약 당시 릴리가 제시한 기타 적응증(루프스, 루프스 신염, 쇠그렌증후군 등)에 대한 개발 계획은 구체화 되어 있지 않아 해당 가치 전부를 valuation 에서 제외한다. 그러나 동사의 기업가치의 대부분을 차지하고 있는 개발 후기단계의 파이프라인 대부분은 실패 위험대비 이익이 높다. 따라서 HM71224 의 가치만을 차감, 투자 의견 Buy 를 유지하고 적정주가를 680,000 원으로 기존대비 5.9% 하향한다.

(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	13,565	270.1	59,280	49.2	11.3	29.4	25.7	131.3
2016	882.7	26.8	23.3	2,049	-81.3	57,920	136.8	4.8	49.7	3.5	117.4
2017P	916.6	83.7	61.9	5,437	132.5	63,584	107.4	9.2	57.6	8.9	107.4
2018E	1,046.4	97.7	65.4	5,747	2.7	69,331	103.5	8.6	52.0	8.6	106.6
2019E	1,089.5	163.4	112.7	9,902	72.3	79,232	60.1	7.5	34.9	13.3	91.6

1. Valuation

표1 한미약품 SOTP Valuation

(십억원)	가치	배율	조정 비율	환산 가치	비고
1. 영업가치	(A)			2,762.5	
-기존사업	134.1	20.6		2,762.5	'18예상 로열티 수익 제외 EBITDA에 상위제약사 평균 12m Fwd EV/EBITDA인 20.6배 적용
2. 파이프라인가치	(B)			4,530.6	기존 4조 9,431억원 에서 4,625억원 차감
Rolontis				677.7	
Efpeglenatide				1,222.8	
Poziotinib (BC)				177.8	
Poziotinib (NSCLC)				462.4	
HM71224				0.0	임상 2상 중단에 따라 가치 제거
HM95573				657.5	
LAPS Insulin 115				606.1	
Olita				187.3	
HM12525A				339.0	
임상 1상 진입 파이프라인				200.0	파이프라인당 400억원 가정 (임상 1당 단계 Deal의 평균 Upfront)
3. 비영업가치	(C)			576.0	
북경한미약품	202.2	3.5	73.7	521.5	3Q17기준 자본금에 중국 제약산업 평균 PBR(3.5) 적용
한미정밀화학	86.6	1	63	54.5	3Q17기준 자본금
4. 순차입금	(D)			309.5	4Q17기말 기준
5. 주주가치				7,559.6	(A)+(B)+(C)-(D)
6. 주식 수				11,111,955	
7. 적정주가(원)				680,312	

자료: Cortellis, 한미약품, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한미약품의 라이선스 계약 현황

코드명	성분명	파트너사	판권	계약금 (백만달러)	마일스톤 (백만달러)	로열티 (%)	계약 발표일
KX-ORAX-001	Paclitaxel + HM30181A	아테넥스	전 세계(한, 중 일 및 일부 국가 제외)	N/A	34	N/A	2011-12-18
HM10460A / SPI-2012	Eflapegrastim	스펙트럼	전 세계(한, 중, 일 제외)	1	238	별도 두자리	2012-01-31
HM781-36B	Poziotinib	루예	중국	N/A	20	N/A	2014-08-20
HM781-36B	Poziotinib	스펙트럼	전 세계(한, 중 제외)	N/A	358	별도 두자리	2015-03-05
HM71224 / LY3337641		일라이릴리	전 세계(한, 중 제외)	50	640	별도 두자리	2015-03-19
HM11260C / SAR439977	Efpeglenatide	사노피	전 세계(한, 중 공동)	224.4	2992	별도 두자리	2015-11-06
HM14220	LAPS Insulin 115 + Efpeglenatide	사노피	전 세계(한, 중 공동)			별도 두자리	2015-11-06
HM12525A / JNJ-64565111	LAPS GLP/GCG	J&J	전 세계(한, 중 제외)	105	810	별도 두자리	2015-11-09
HM61713	Olmutinib	자이랩	중국, 홍콩, 마카오	7	85	별도 두자리	2015-11-23
HM95573		제넨텍	전 세계(한국 제외)	80	830	별도 두자리	2016-09-29
KX-ORAX-001	Paclitaxel + HM30181A	아테넥스	일본	7	N/A	N/A	2017-03

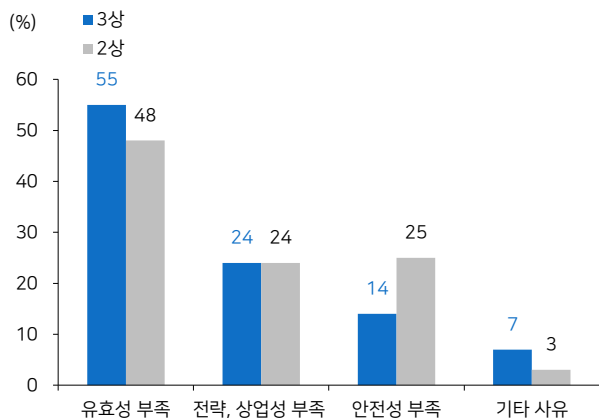
자료: 한미약품, Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 임상시험 성공확률

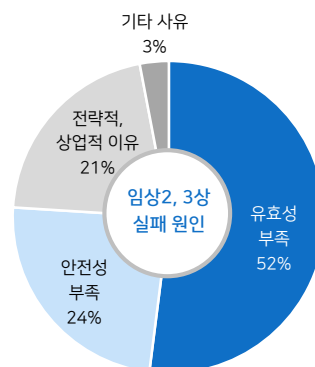
출처	Brown	Abrantes -Metz	DiMasi	Paul	Arrow- smith	Roy	CMR Intl	CMR Intl	Cook	Hay	Smie- tana	Thomas	DiMasi	평균
Data 발표연도	2003	2004	2010	2010	2012	2012	2013	2013	2014	2014	2016	2016	2016	
단계														
임상 1상	58%	81%	65%	54%	45%	75%	50%	46%	48%	65%	57%	63%	60%	58%
임상 2상	45%	57%	40%	34%	17%	48%	27%	19%	29%	32%	38%	31%	36%	33%
임상 3상	58%	57%	64%	70%	79%	64%	69%	77%	67%	60%	65%	58%	62%	65%
허가	85%		93%	91%	84%	90%	86%	90%		83%		85%	90%	86%
최종														
임상 1상→3상	15%	26%	17%	13%	6%	23%	9%	7%	9%	13%	14%	11%	13%	12%

자료: Nature Reviews Drug Discovery, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 임상2, 3상의 실패의 원인



자료: Nature Reviews Drug Discovery, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Nature Reviews Drug Discovery, 메리츠증권증권 리서치센터

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	1,317.5	882.7	916.6	1,046.4	1,089.5
매출액증가율 (%)	73.1	-33.0	3.8	14.2	4.1
매출원가	398.3	421.9	398.1	447.2	451.9
매출총이익	919.3	460.9	518.4	599.2	637.6
판매관리비	707.5	434.1	434.8	501.6	474.2
영업이익	211.8	26.8	83.7	97.7	163.4
영업이익률	16.1	3.0	9.1	9.3	15.0
금융손익	-11.3	-2.0	-7.8	-8.6	-10.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.1	-16.8	-15.6	2.5	5.0
세전계속사업이익	209.6	8.0	60.3	91.6	157.8
법인세비용	47.5	-22.3	-10.1	19.2	33.1
당기순이익	162.1	30.3	70.4	72.4	124.7
지배주주지분 순이익	154.4	23.3	61.9	65.4	112.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	101.7	413.0	-5.7	-30.3	98.0
당기순이익(손실)	162.1	30.3	70.4	72.4	124.7
유형자산상각비	26.8	35.7	31.8	37.1	39.9
무형자산상각비	23.3	3.1	4.5	5.7	6.4
운전자본의 증감	-118.2	331.5	-114.8	-137.9	-63.8
투자활동 현금흐름	-114.4	-355.2	-121.9	-124.0	-111.8
유형자산의증가(CAPEX)	-121.1	-200.3	-243.4	-27.8	-27.8
투자자산의감소(증가)	-4.1	10.8	-31.6	-6.4	0.8
재무활동 현금흐름	94.5	-62.9	130.6	100.0	15.0
차입금의 증감	95.4	-35.4	170.3	100.0	15.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	85.9	-8.0	1.2	-46.7	10.3
기초현금	52.5	138.3	130.4	131.5	84.8
기말현금	138.3	130.4	131.5	84.8	95.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	1,145.1	840.7	671.7	745.7	788.5
현금및현금성자산	138.3	130.4	131.5	84.8	95.1
매출채권	777.7	250.5	244.8	313.7	343.2
재고자산	158.1	190.4	178.9	217.2	219.7
비유동자산	577.5	756.2	1,002.8	1,072.3	1,136.0
유형자산	415.7	598.9	791.9	782.6	770.6
무형자산	67.2	40.1	49.4	123.7	197.3
투자자산	54.1	43.3	74.9	81.3	80.5
자산총계	1,722.6	1,597.0	1,674.5	1,818.0	1,924.4
유동부채	673.6	544.1	637.7	615.9	608.7
매입채무	56.2	50.6	49.0	53.0	51.5
단기차입금	37.5	77.4	147.4	172.4	177.4
유동성장기부채	65.6	93.8	163.8	153.8	173.6
비유동부채	304.2	318.3	229.3	322.3	311.3
사채	159.6	109.7	4.9	39.9	10.2
장기차입금	103.1	49.7	151.9	201.9	221.9
부채총계	977.8	862.5	867.0	938.2	920.0
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	5.5	5.5	5.5
이익잉여금	228.1	228.9	290.8	356.2	469.0
비지배주주지분	69.9	75.1	83.5	90.5	102.4
자본총계	744.8	734.5	807.5	879.8	1,004.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	115,719	77,529	80,500	91,906	95,690
EPS(지배주주)	13,565	2,049	5,437	5,747	9,902
CFPS	24,820	8,989	10,822	11,889	18,055
EBITDAPS	23,005	5,765	10,535	12,343	18,417
BPS	59,280	57,920	63,584	69,331	79,232
DPS	2,000	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	49.2	136.8	107.4	103.5	60.1
PCR	26.9	31.2	54.0	50.0	33.0
PSR	5.8	3.6	7.3	6.5	6.2
PBR	11.3	4.8	9.2	8.6	7.5
EBITDA	261.9	65.6	120.0	140.5	209.7
EV/EBITDA	29.4	49.7	57.6	52.0	34.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.7	3.5	8.9	8.6	13.3
EBITDA 이익률	19.9	7.4	13.1	13.4	19.2
부채비율	131.3	117.4	107.4	106.6	91.6
금융비용부담률	0.9	1.1	1.3	1.0	1.2
이자보상배율(x)	17.3	2.7	6.8	8.9	12.8
매출채권회전율(x)	2.5	1.7	3.7	3.7	3.3
재고자산회전율(x)	9.0	5.1	5.0	5.3	5.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 이용하시는분은 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.09	산업분석	Buy	540,000	이태영	-39.0	-25.4	
2017.01.24	산업브리프	Buy	385,000	이태영	-23.8	-21.0	
2017.02.08	기업브리프	Buy	385,000	이태영	-17.8	-10.8	
2017.04.24	산업브리프	Buy	385,000	이태영	-13.7	6.1	
2017.06.01	산업분석	Trading Buy	410,000	이태영	-3.9	1.1	
2017.06.12	기업브리프	Trading Buy	450,000	이태영	-9.4	14.4	
2017.11.03	기업브리프	Buy	600,000	이태영	-9.1	-2.0	
2017.11.28	산업분석	Buy	660,000	이태영	-11.2	-4.2	
2018.01.30	기업브리프	Buy	720,000	이태영	-23.1	-15.7	
2018.02.19	기업브리프	Buy	680,000	이태영	-	-	