

한미약품

BUY(유지)

128940 기업분석 | 제약

목표주가(유지)	550,000원	현재주가(07/31)	424,500원	Up/Downside	+29.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 08. 01

실적보다 R&D에 걸어보자

News

2Q18 실적 컨센서스 부합: 연결기준 매출액 2,413억원(+8.3%YoY), 영업이익 199억원(-7.6%YoY), 순이익 144억원(+19.4%YoY)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 달성했다. 전년대비 영업이익 하락은 아테넥스로부터 수령했던 기술료 수익의 기고효과 영향이 있었으며, R&D 비용 증가(+106억원YoY, +33.3%YoY)와 제품 믹스 변화로 인한 한미정밀화학의 적자에도 불구하고 실적은 양호한 수준이다.

Comment

하반기 실적 우려와 R&D 성과 기대 공존: 에페글레나타이드의 임상비용을 자산화하지 않기로 결정함에 따라 관련 R&D 비용 부담이 2018년 200~300억원에서 매년 증가할 것으로 전망된다. 판관비 통제로 극복하기 어려운 수준이기 때문에 마일스톤 유입 또는 기술수출 성사로 계약금 유입이 필요한 상황이다. 하반기에는 BTK저해제(릴리)의 신규 적용증 적용여부 결정, 롤론티스 임상3상 추가 결과 발표, 포지오티닙 전이성유방암에 대한 임상 결과 발표, FLT3억제제 임상1상 개시가 예정되어 있다. 연간 추정치는 기술계약 변동 가능성은 배제하고 미세 하향 조정했으나 의미없는 수준이다.

Action

임상 진행에 따른 기업가치 상승 기대: 하반기는 실적보다 파이프라인 개발 진척에 따른 벌류에 이션 상승의 기회를 볼 필요가 있다. SOTP 방식으로 전임상 단계 파이프라인까지 포함하여 기업가치 산정했기 때문에 향후 임상 진행에 따른 성공률 조정이 기업가치의 상향 요인이 될 수 있다. 앞으로도 부정적 이벤트가 발생할 가능성이 여전히 존재하지만 국내 신약개발 선두 기업으로 가치는 충분하다. 목표주가와 투자의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 백 %)

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	Stock Data
매출액	883	917	972	971	1,006	52주 최저/최고 332,515/620,000원
(증가율)	-33.0	3.8	6.0	0.0	3.5	KOSDAQ /KOSPI 776/2,295pt
영업이익	27	82	92	108	118	시가총액 48,332억원
(증가율)	-87.4	206.9	11.9	16.9	10.2	60일-평균거래량 44,808
자배주주순이익	23	60	62	77	87	외국인지분율 12.0%
EPS	2,049	5,308	5,470	6,780	7,643	60일-외국인지분율변동추이 -1.0%p
PER (H/L)	354.1/128.9	112.2/48.6	77.6	62.6	55.5	주요주주 한미사이언스 외 3 인 41.4%
PBR (H/L)	12.5/4.6	9.5/4.1	6.3	5.7	5.2	(천원) 1,000 (pt)
EV/EBITDA (H/L)	123.2/49.6	59.5/28.5	38.0	32.4	29.3	한미약품(최) KOSPI지수대비(우)
영업이익률	3.0	9.0	9.5	11.1	11.8	0 200
ROE	3.5	8.8	8.4	9.6	9.9	0 200

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	0.8	-8.9	17.6
상대기준	2.2	-0.2	23.1

도표 1. 한미약품 2Q18 실적 Review(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	2Q18P	2Q17	%YoY	1Q18	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	241.3	222.8	8.3	245.7	-1.8	236.0	2.2
영업이익	19.9	21.5	-7.6	26.3	-24.3	19.3	3.1
당기순이익	14.4	12.1	19.4	11.2	28.6	14.3	0.7

자료: 한미약품, DB 금융투자

도표 2. 한미약품 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
한미약품(연결)												
매출액	233.5	222.8	227.6	232.6	245.7	241.3	236.8	247.9	916.5	971.7	971.3	1005.6
%YoY	-8.9	-5.0	3.6	35.2	5.2	8.3	4.1	6.6	3.8	6.0	0.0	3.5
영업이익	31.4	21.5	27.8	1.4	26.3	19.9	21.4	24.4	82.2	92.0	107.5	118.4
%YoY	39.0	236.9	102.2	108.8	-16.2	-7.6	-23.1	1640.2	206.9	12.0	16.9	10.2
한미약품(별도)												
매출액	178.1	171.9	174.4	178.1	179.6	191.7	176.4	182.2	702.5	729.9	708.0	729.5
의약품 매출	160.8	155.6	159.5	168.9	170.4	180.6	167.3	173.1	644.8	691.4	708.0	713.3
기술료 매출	17.3	16.3	14.9	9.2	9.2	11.1	9.1	9.1	57.7	38.5	0.0	0.0
R&D 비용	36.1	31.8	39.9	41.4	41.6	42.4	41.0	41.6	148.9	166.7	159.7	161.6
영업이익	15.7	14.7	18.6	-2.0	8.7	15.2	5.7	6.0	46.9	35.6	25.1	28.5
복경한미약품												
매출액	55.6	49.5	54.0	55.1	67.2	51.4	59.1	56.9	214.2	231.6	254.8	267.5
영업이익	14.7	6.1	9.0	3.3	18.6	6.2	9.8	3.4	33.1	37.1	40.8	42.8
한미경밀화학												
매출액	21.9	24.9	21.1	19.2	20.1	20.6	22.7	30.0	87.1	93.3	94.4	94.5
영업이익	1.3	1.5	0.4	-0.2	-1.7	-1.3	0.9	0.9	3.0	3.7	3.8	3.8

자료: 한미약품, DB 금융투자

도표 3. 연간 추정치 변경 내역(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	2018E			2019E		
	변경 후	변경 전	%차이	변경 후	변경 전	%차이
매출액	971.7	974.7	-0.3	971.3	988.1	-1.7
영업이익	92.0	91.7	0.3	107.5	112.1	-4.1

자료: 한미약품, DB 금융투자

도표 4. 한미약품 R&D 파이프라인

(단위: 백만달러)

프로젝트명	작용기전	적응증	진행상황	예상 이벤트	계약일	계약 대상	계약규모
1 에페글레나타이드 (SAR-439977)	(LAPS) GLP-1 Analog	당뇨/비만	P3 진행중 18.4 MACE 개시	2Q20 P3 중간결과 2Q21 MACE 완료	15.11	Sanofi, 프랑스	2,924유로
2 HM71224 (LY3337641)	BTK 저해제	자가면역질환	P2 중단	2H18 적응증 변경 후 임상개시	15.03	Lilly, 미국	690
3 HM12525A (JNJ-64565111)	(LAPS) 주1회 GLP/GCG	당뇨/비만	P1 2건 진행중 18.4 P2 개시	4Q18 P1 2건 결과 19.3 P2 완료	15.11	Janssen, 미국	915
4			P3 완료				
애플라페그라스틴 (롤론티스)	(LAPS) GCSF Analog	호중구감소증	ADVANCE/ RECOVER(MASCC 7월 발표)	4Q18 허가신청(미국) 2H18 추가 결과 발표	12.01	Spectrum, 미국	239
5 HM95573	RAF 저해제	각종고형암	P1(3개) 진행중	2H18 P2 개시	15.09	Genentech, 미국	910
6 HM30181A (오락솔)	경구용 파클리타셀	유방암	P3 진행중	4Q19 P3 완료 18.7 P1 개시(혈관육종)			
7 포지오티닙	pan-HER 저해제	각종고형암 (폐암 및 전이성유방암)	P2 진행중	4Q18 P2 결과(미국) 18.9 임상 결과 발표		Ruye, 중국 / Spectrum, 미국	
8 올무티닙(올리티)	EGFR 억제제	폐암	개발중단(18.4)	N/A	15.11	Zailab, 중국	92
9 에페소마트로핀	(LAPS) 주1회 성장호르몬	성장호르몬결핍증	P2 완료	1Q18 P2 개시(소아)			
10 루미네이트	인테그린 저해제	망막질환	P2 완료	N/A		Allegro, 미국	
11 HM12460A	(LAPS) 주1회 인슐린	당뇨	P1 진행중	1Q19 P1 종료(미국)			
12 HM30181A (오라테칸)	경구용 이리노테칸	대장암	P1 완료	N/A		Athenex, 미국	34
13 KX2-391	Src/Tubulin 이중억제제	각종고형암	P1 완료	N/A		Athenex, 미국	
14 HM14220	(LAPS) Insulin Combo	당뇨	전임상	N/A	15.11	Sanofi, 프랑스	
15 HM51211	(LAPS) Triple Agonist	비만/비알코올성 지방간염	18.4 P1 진행	2Q19 P1 완료			
16 HM15136	(LAPS) Glucagon Analog	선천성고인슐린증	전임상	1H19 P1 개시			
17 HM15450	(LAPS) ASB	류코다당체침착증	전임상	N/A			
18 HM15910	(LAPS) GLP-2 Analog	단장 증후군	전임상	N/A			
19 HM21001	유전자 세포치료제	교모세포종	전임상	N/A			
20 HM43239	FLT3	혈액암	전임상	3Q18 P1 개시			
21 이중항체	PD-1/TAA1	이중항체	고형암	N/A			
22 이중항체	PD-1/TAA2	이중항체	고형암	전임상	N/A		
23 이중항체	PD-1/TAA3	이중항체	고형암	전임상	N/A		

자료: 한미약품, DB금융투자

도표 5. 한미약품 Valuation

(단위: 십억원, 배, 원)

	2018E 매출액	적용 PSR	환산가치	비고
A. 영업가치	972	2.0	1,944	기술이전 계약전 최대 PSR
B. 신약가치(합)			4,085	
C. 당뇨병치료제 – GLP-1 작용제(에페글레나타이드)			832	사노피社 기술이전
D. 자가면역치료제 – BTK 억제제(HM71224/LY3337641)			548	릴리社 기술이전
E. 당뇨병/비만치료제 – GLP-1/GCG(HM12525A)			173	안센社 기술이전
F. 호중구감소증치료제 – G-CSF(롤론티스)			399	스펙트럼社 기술이전
G. 표적항암제 – RAF 억제제(HM95573)			133	제넨텍社 기술이전
H. 그외 파이프라인(전임상10개, 임상8개)	2,000			
H. 기업가치(A+B)			6,029	
I. 발행주식수(1,000주, 자기주식수 제외)			11,163	
J. 목표주가(H/I*1,000,000)			540,064	

자료: DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	841	658	692	770	887
현금및현금성자산	130	47	31	85	222
매출채권및기타채권	272	250	373	366	339
재고자산	190	232	158	187	192
비유동자산	756	1,003	1,037	1,044	1,021
유형자산	599	790	829	840	821
무형자산	40	46	41	37	33
투자자산	43	72	72	72	72
자산총계	1,597	1,661	1,729	1,814	1,908
유동부채	544	639	641	644	644
매입채무및기타채무	275	286	288	290	291
단기应付 및 단기차채	77	170	170	170	170
유동성장기부채	94	108	108	108	108
비유동부채	318	229	229	229	229
사례및장기차입금	159	196	196	196	196
부채총계	862	869	871	873	874
자본금	26	28	28	28	28
자본잉여금	417	415	415	415	415
이익잉여금	229	285	342	414	495
비자매주자분	75	81	90	100	113
자본총계	735	792	859	941	1,035

현금흐름표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	413	-63	81	132	185
당기순이익	30	69	71	88	99
현금유동이없는비용및수익	72	55	65	74	76
유형및무형자산상각비	39	36	47	54	56
영업관련자산부채변동	332	-166	-47	-21	21
매출채권및기타채권의감소	527	-16	-123	7	27
재고자산의감소	-35	-43	74	-29	-5
매입채권및기타채무의증가	-8	-3	2	2	0
투자활동현금흐름	-355	-153	-80	-60	-29
CAPEX	-200	-247	-81	-62	-32
투자자산의순증	11	-28	0	0	0
재무활동현금흐름	-63	138	-18	-18	-18
사례제작인금의증가	-35	144	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	1	0	0
배당금지급	-20	0	-6	-6	-6
기타현금흐름	-3	-5	0	0	0
현금의증가	-8	-83	-16	53	138
기초현금	138	130	47	31	85
기말현금	130	47	31	85	222

자료: 한미악풀, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	883	917	972	971	1,006
매출원가	422	398	421	412	418
매출총이익	461	518	551	560	588
판관비	434	436	459	452	469
영업이익	27	82	92	108	118
EBITDA	66	119	139	162	174
영업외손익	-19	-24	-13	-9	-8
금융순익	-2	-6	-10	-10	-9
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-17	-18	-3	1	1
세전이익	8	59	79	98	110
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	69	71	88	99
자비주주지분순이익	23	60	62	77	87
비자비주주지분순이익	7	9	9	11	12
총포괄이익	17	64	71	88	99
증감률(%YoY)					
매출액	-33.0	3.8	6.0	0.0	3.5
영업이익	-87.4	206.9	11.9	16.9	10.2
EPS	-84.9	159.1	3.1	23.9	12.7

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

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,049	5,308	5,470	6,780	7,643
BPS	57,920	62,509	67,540	73,832	80,988
DPS	0	490	490	490	490
Multiple(배)					
P/E	136.8	110.0	77.6	62.6	55.5
P/B	4.8	9.3	6.3	5.7	5.2
EV/EBITDA	49.7	58.5	38.0	32.4	29.3
수익성(%)					
영업이익률	3.0	9.0	9.5	11.1	11.8
EBITDA마진	7.4	12.9	14.3	16.6	17.3
순이익률	3.4	7.5	7.3	9.1	9.9
ROE	3.5	8.8	8.4	9.6	9.9
ROA	1.8	4.2	4.2	5.0	5.3
ROIC	12.2	10.8	8.0	8.8	9.8
안정성및기타					
부채비율(%)	117.4	109.6	101.4	92.8	84.4
이자보상배율(배)	2.7	7.7	7.3	8.5	9.4
배당성향(배)	0.0	8.1	7.8	6.3	5.6

자료: 한미악풀, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리시저센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에는 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
16/07/25	Buy	930,000	-36.1	-30.5			
16/10/04	Buy	730,000	-47.1	-37.4			
16/12/06	Hold	360,000	-148	-5.3			
17/01/19	Hold	260,000	21.6	32.0			
17/04/28	Hold	300,000	43.4	98.3			
17/12/15	Hold	550,000	-1.4	14.9			
18/05/03	Buy	550,000	-	-			

주: *표는 담당자 변경

한미악풀 현주가 및 목표주가 차트

