



2018년 10월 30일 | Equity Research

하나금융그룹

한미약품 (128940)

기업의 편더멘탈 고려시 탑픽은 한미약품

3분기 실적 컨센서스 부합

한미약품 3분기 연결기준 매출액은 2,353억원(YoY, 3.4%), 영업이익은 215억원(YoY, -22.8%, OPM, 9.1%)을 기록 컨센서스에 부합하는 실적을 시현하였다. 세전이익은 114억원(YoY, -46.5%), 지배주주순이익은 75억원(YoY, -63.8%)을 기록하였다. 로슈로부터 받은 기술료 92억원 외에는 추가로 유입되는 기술료는 없었다. 30개월 분할 인식되는 로슈 기술료는 2019년 4월까지만 적용된다. 당기순이익이 전년대비 큰 폭으로 감소한 이유는 영업외 비용이 대폭 증가하였는데 이는 보유 금융자산의 공정가치 평가 감소에 따른 것으로 보인다. 로수젯이 144억원(YoY, 38.7%) 매출을 기록하며 한미약품의 매출 성장을 견인하였으며, 연간 약 550억원 이상 팔리는 베스트셀러에 등극할 것으로 기대된다. 그 외에 한미약품의 스테디셀러인 아모잘탄도 170억원 매출을 기록 견조한 성장세를 이어가고 있다.

북경한미 매출 성장은 기대이하지만 이익은 견조

북경한미의 경우 1분기 21%에 가까운 매출액 성장률을 보이면서 연간 고성장을 기대했었으나, 2,3분기 각각 3.9%와 2.0%에 머무르는 성장률을 기록 3분기 약 551억원 매출을 기록하였다. 북경한미의 대표 품목인 마미아이(유아용 정장제)가 중국 내 유산균 제품 증가로 경쟁이 심화되면서 매출 성장에 어려움을 보이고 있다. 다만 제품믹스 개선으로 원가가 하락하면서 영업이익은 전년대비 10% 증가하였다. 연간 3개 이상의 신제품 출시를 목표로 내년부터 탑라인 성장도 가시화될 것으로 기대된다.

한미약품의 R&D 모멘텀

스펙트럼사에 기술이전 된 롤론티스는 1월과 6월 임상 3상에서 뉴라스타 대비 비열등하다는 임상 평가지표를 달성 올해 4분기 BLA 제출이 가능할 것으로 예상된다. 9월 WCLC(세계폐암학회)에서 Exon 20에 돌연변이가 발생한 비소세포폐암환자를 대상으로 실시한 임상 2상에서 우수한 결과가 도출된 포지오티닙은 스펙트럼사가 연내 혁신신약지정(Breakthrough Therapy Designation) 신청서를 제출, 내년 1분기 최종 지정 여부를 확인할 수 있을 것으로 기대된다. 얀센이 진행하고 있는 LAPS-GLP1/GCG는 2019년 3월까지 임상 2상이 진행, 내년 상반기 임상 2상을 완료할 수 있을 것으로 예상된다. LAPS-Tri agonist의 경우 현재 미국에서 임상 1상이 진행 중이며, 내년 상반기까지 진행될 것으로 예상된다. 최근 대외적 불확실성 증가로 한미약품의 주가가 큰폭으로 하락하였다. 파이프라인의 가치를 재조정, 목표주가를 52만원으로 하향한다. 하지만 한미약품은 R&D 모멘텀 고려 시 여전히 투자 매력도는 높으며, 제약업종 중 탑픽으로 추천한다.

Earnings Review

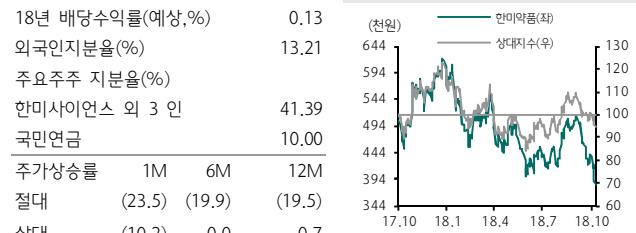
BUY

| TP(12M): 520,000원(하향) | CP(10월 29일): 382,500원

Key Data

		Consensus Data	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	1,996.05			
52주 최고/최저(원)	620,000/382,500	매출액(십억원)	987.2	1,060.5
시가총액(십억원)	4,355.0	영업이익(십억원)	83.2	98.9
시가총액비중(%)	0.36	순이익(십억원)	56.7	74.7
발행주식수(천주)	11,385.7	EPS(원)	4,347	5,834
60일 평균 거래량(천주)	50.2	BPS(원)	65,340	70,891
60일 평균 거래대금(십억원)	23.3			
18년 배당금(예상,원)	490			
18년 배당수익률(예상,%)	0.13			
외국인지분율(%)	13.21			
주요주주 지분율(%)				
한미사이언스 외 3 인	41.39			
국민연금	10.00			
주가상승률 1M 6M 12M	23.5 (19.9) (19.5)			
절대 (상대)	(10.2) 0.0			
	0.7			

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	882.7	916.6	973.5	1,005.7	1,050.6
영업이익	십억원	26.8	82.2	75.3	60.5	49.4
세전이익	십억원	8.0	58.8	49.5	24.9	11.2
순이익	십억원	23.3	60.4	29.5	24.0	10.8
EPS	원	2,049	5,308	2,592	2,106	948
증감률	%	(84.9)	159.1	(51.2)	(18.8)	(55.0)
PER	배	136.78	110.02	147.59	181.62	403.45
PBR	배	4.77	9.14	5.80	5.66	5.62
EV/EBITDA	배	49.75	58.47	41.24	44.63	47.41
ROE	%	3.50	8.81	4.08	3.22	1.43
BPS	원	58,735	63,891	65,994	67,613	68,073
DPS	원	0	490	490	490	490



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현우
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

표 1. 한미약품 3Q18 실적 리뷰

	3Q18P	3Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	235.3	227.6	3.4	246.7	(4.6)
영업이익	21.5	27.8	(22.8)	20.6	4.6
세전이익	11.4	21.2	(46.5)	16.6	(31.5)
지배주주순이익	7.5	20.6	(63.8)	13.9	(46.4)
OPM %	9.1%	12.2%		8.3%	
NPM %	3.2%	9.1%		5.7%	

자료: 하나금융투자

표 2. 한미약품 실적 추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	17	18F	19F
매출액	233.5	222.8	227.6	232.6	245.7	241.3	235.3	251.3	916.5	973.5	1,005.7
YoY	-8.9%	-5.0%	3.6%	35.2%	5.2%	8.3%	3.4%	8.0%	3.8%	6.2%	3.3%
한미약품	178.1	171.9	174.4	178.2	179.6	191.7	181.9	194.8	702.6	748.0	762.3
YoY	-8.9%	-10.2%	-1.5%	44.0%	0.8%	11.5%	4.3%	9.3%	2.2%	6.5%	1.9%
영업	157.0	152.0	155.8	165.8	167.2	177.2	169.7	182.7	630.6	696.8	738.2
YoY	0.0%	-8.2%	3.3%	-0.3%	6.5%	16.6%	8.9%	10.2%	-1.4%	10.5%	5.9%
기술료	17.3	16.3	14.9	9.2	9.2	11.1	9.2	9.1	57.7	38.6	12.1
YoY	-47.6%	-23.5%	-39.9%	TB	-46.8%	-31.9%	-38.3%	-1.1%	109.1%	-33.1%	-68.7%
북경한미	55.6	49.5	54.0	55.1	67.2	51.4	55.1	56.8	214.1	230.5	243.4
YoY	-7.3%	16.9%	26.7%	15.1%	20.9%	3.9%	2.0%	3.0%	11.1%	7.6%	5.6%
한미정밀화학	21.9	24.9	21.1	19.2	20.1	20.6	20.6	19.8	87.2	81.1	84.3
YoY	0.3%	-2.7%	-3.2%	-19.1%	-8.4%	-17.4%	-2.4%	3.0%	-6.3%	-7.0%	4.0%
기타	(22.1)	(23.4)	(22.0)	(19.9)	(21.2)	(22.4)	(22.3)	(20.0)	(87.4)	(86.0)	(84.3)
매출총이익	134.4	125.5	135.2	123.3	141.9	133.4	127.8	140.2	518.4	543.3	573.4
YoY	-6.5%	-0.6%	9.9%	82.0%	5.6%	6.3%	-5.5%	13.7%	12.5%	4.8%	5.6%
CPM	57.5%	56.3%	57.0%	56.0%	57.7%	55.3%	54.3%	55.8%	56.6%	55.8%	57.0%
판매관리비	103.0	104.0	107.3	120.4	115.6	113.5	106.3	132.6	434.8	468.0	513.0
YoY	-15.0%	-13.3%	-1.8%	43.9%	12.2%	9.1%	-1.0%	10.2%	0.2%	7.6%	9.6%
판관비율	44.1%	46.7%	47.2%	51.8%	47.0%	47.0%	45.2%	52.8%	47.4%	48.1%	51.0%
경상개발비	36.5	32.7	40.7	41.5	41.9	42.8	36.7	49.0	151.4	170.3	187.1
YoY	-1.2%	-9.4%	10.4%	25.6%	14.7%	31.0%	-9.9%	18.1%	5.9%	12.5%	9.8%
기타 판매관리비	66.5	71.3	66.7	78.9	73.7	70.7	69.6	83.6	283.4	297.6	325.9
YoY	-21.1%	-14.9%	-8.0%	55.8%	10.8%	-0.9%	4.4%	6.0%	-2.7%	5.0%	9.5%
영업이익	31.4	21.5	27.8	2.9	26.3	19.9	21.5	7.6	83.7	75.3	60.5
YoY	39.0%	236.9%	102.2%	TB	-16.2%	-7.6%	-22.8%	162.2%	212.5%	-10.0%	-19.7%
OPM	13.4%	9.7%	12.2%	1.2%	10.7%	8.2%	9.1%	3.0%	9.1%	7.7%	6.0%
지배주주순이익	18.9	12.5	20.6	8.4	7.7	13.4	7.5	0.9	60.4	29.5	24.0
YoY	-50.3%	-37.9%	330.9%	TB	-59.5%	7.6%	-63.7%	-89.3%	159.1%	-51.2%	-18.7%
NPM	8.1%	5.6%	9.1%	3.6%	3.1%	5.6%	3.2%	0.4%	6.6%	3.0%	2.4%

자료: 하나금융투자

표 3. 한미약품 주요제품 매출현황

물질명	3Q18P	3Q17	YoY	2Q18	QoQ
아모잘탄	17.0	16.5	3.3%	16.5	3.0%
로수젯	14.4	10.4	38.7%	13.6	6.2%
팔팔/츄	8.4	9.1	-7.3%	8.7	-3.4%
에소메졸	6.6	5.9	12.4%	6.6	0.2%
아모디핀	5.6	6.1	-8.7%	5.7	-1.9%
로벨리토	5.0	5.0	-0.2%	5.3	-5.1%
카니틸	4.8	4.3	14.1%	4.7	3.1%
피도글	3.4	2.9	17.3%	3.3	2.6%
낙소졸	3.3	3.4	-4.4%	3.2	0.8%
한미 탐스	3.3	2.7	20.0%	3.1	5.9%

자료: 한미약품, 하나금융투자,

한미약품 목표주가 하향

목표주가 520,000원 하향, 투자의견 BUY

목표주가 520,000원 하향

투자의견 BUY

한미약품이 보유하고 있는 파이프라인들의 현재 상태 및 경쟁제품 출시 등의 이벤트를 고려, 목표주가를 520,000원으로 하향, 투자의견 BUY로 유지한다. 목표주가 520,000원은 SOTP 방식으로 기존 한미약품의 별도 매출액에서 기술료 수취를 뺀 본연의 영업가치, 북경 한미와 한미정밀화학의 연결자회사 가치, 그리고 기술이전이 완료된 파이프라인과 임상 중인 파이프라인의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다.

표 4. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 의약품 영업가치	1,040.3	
2019년 예상 매출액	693.5	
P/S 배수	1.5	KOSPI 상위제약사 평균 P/S 2.1 30% 할인
연결 자회사	731.5	
북경한미약품공사	436.4	한미약품 지분율 73.7%
2018년 2분기 자본	211.5	
P/B 배수	2.8	중국 제약업종 평균 P/B
한미정밀화학	295.1	한미약품 지분율 63.0%
2018년 2분기 자본	82.2	
P/B 배수	5.7	KOSPI 의약품 P/B
파이프라인 가치	3,584.0	
HM71224	0.0	
LAPS-GLP1	739.9	
LAPS-GLP1/GCG	592.0	
LAPS-GCSF	663.4	
HM95573	221.0	
Poziotinib	250.2	
LAPS-hGH	233.3	
LAPS-Tri agonist	360.6	
LAPS-Insulin	523.5	
순부채	(560.6)	
자사주	28.1	
적정자본가치	5,944.5	
주식 수(1,000주)	11,385.7	
적정주가	522,100	

자료: 하나금융투자

표 5. 한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	현재 임상진행 현황	4Q18	1H19
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	글로벌 임상 3상 진행	EASD(10월 1~5일) 학회에서 발표	
HM95573	제넨텍	항암제	국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여		
롤론티스	스펙트럼	호중구 감소증	2개의 임상 3상이 진행 중 모두 뉴라스타 대비 비열등하다는 1차 평가지표 만족	4분기 BLA 제출 기대	
포지오티닙	스펙트럼	항암제	MD Anderson 스폰의 연구자 임상 2상 진행 중 스펙트럼사가 스폰하는 상업용 임상 2상 진행 중	스펙트럼사가 혁신치료제 신청서 제출	혁신치료제 지정 기대
LAPS-GLP1/GCG	얀센	당뇨/비만	글로벌 임상 2상 진행		글로벌 임상 2상 완료/3상진입 가능
LAPS-Tri agonist	-	당뇨/비만	미국 임상 1상 진행	EASD(10월 1~5일)학회 에서 전임상 발표	미국 임상 1상 완료/ 라이센싱 아웃 기대감
LAPS-Insulin	-	당뇨치료제	국내 임상 1상 진행 중		국내 임상 1상 완료
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제	국내 임상 1상 개시		

자료: 하나금융투자

표 6. 한미약품 R&D 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
당뇨/비만 /비알콜성지방간염 (NASH)	HM14420 (LAPS Insulin Combo) 당뇨(사노피)	HM15211 (LAPS Triple Agonist) NASH/비만	HM12525A (LAPS GLP/GCG) 당뇨/비만(JANSEN)	Efpeglenatide (LAPS Exd4 Analog) 당뇨
		HM12460A (LAPS Insulin) 당뇨		
		HM12470 (LAPS Insulin Analog) 당뇨		
항암제	HM81422 (FGFR4 inhibitor) 간세포암	HM95573 (Pan-RAF Inhibitor) 고형암(GENENTECH)	Pozotinib (Pan-HER Inhibitor) 고형암(SPECTRUM/LUYE)	Rolontis™ (Eflapegrastim) 호중구감소증(SPECTRUM)
	LSD1 항암제 (LSD1 inhibitor) 소세포폐암	HM43239 (FLT3 Inhibitor) 급성골수성백혈병		Oraxo™ (Paclitaxel+HM30181A) 고형암(ATHENEX)
	HM21001 (GMB Stem Cell Therapy) 교모세포종	Oratecan™ (Irinotecan+HM30181A) 고형암(ATHENEX)		
	BH2950 (PD-1/TAA BsAb) 면역.표적 이중항체 (북경한미/INNOVENT)			
	BH2941 (PD-1/PD-L1 BsAb) 면역.표적 이중항체(북경한미)			
	BH2954 (PD-1 BsAb) 면역.표적 이중항체(북경한미)			
희귀질환	HM15450 (LAPS ASB) 뮤코다당체 침착증	HM15136 (LAPS GCG Analog) 선천성 고인슐린증		
	HM15912 (LAPS GLP-2 Analog) 단장증후군			
자가면역질환			HM71224 (BTK Inhibitor) 자가면역질환	
기타			Efpegsonatropin (LAPS hGH) 성장호르몬 결핍증	
			Luminate® (Integrin Inhibitor) 망막질환(ALLEGRO)	

자료: 한미약품, 하나금융투자

표 7. 롤론티스의 rNPV

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	...	29	30
Neulasta 시장(백만달러)	4,392	4,596	4,715	4,856	5,002	5,152	5,307	5,519	5,740	5,969	6,268	6,581		8,724	9,248
GLP1 시장 성장률	4.6%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%		6.0%	6.0%
LAPS-CCSF 개발단계					3상 개시	3상 종료	NDA 제출	승인 시판							
LAPS-CCSF의 시장 점유율							1.0%	3.0%	7.0%	10.0%	12.0%		12.0%	12.0%	
LAPS-CCSF의 예상매출액							55	172	418	627	790		1,047	1,110	
로열티	13%로 가정							7.2	22.4	54.3	81.5	102.7		136.1	144.3
제조수익	12%로 가정							6.6	20.7	50.1	75.2	94.8		125.6	133.2
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정							16.6	51.7	125.4	188.0	236.9		314.1	332.9
세후이익(십억원)	법인세율 24.2% 가정							12.6	39.2	95.0	142.5	179.6		238.1	252.3
할인율	10%						1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)								10.4	29.4	64.9	88.5	101.4		83.4	80.4
NPV	1,502														
Terminal Value	-5%	509													
적정가치	63.10%	948													
한미약품의 귀속가치	70%	663.4													

자료: 하나금융투자

표 8. LAPS-GLP1 rNPV

(단위: 십억원, %)

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	...	28	29	30
GLP1 시장(백만달러)	3,139	3,501	4,128	4,915	5,798	6,694	7,622	8,520	9,444	10,316		12,875	12,787	12,522
GLP1 시장 성장률	11.5%	17.9%	19.1%	18.0%	15.5%	13.9%	11.8%	10.0%	9.0%			6.0%	5.0%	5.0%
1회/1일 제형 GLP1 시장(백만달러)	2,690	2,755	3,041	3,284	3,514	3,725	3,911	4,068	4,190	4,274		3,840	3,571	3,214
1회/1일 제형 GLP1 시장 성장률	2.4%	10.4%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%			-5.0%	-7.0%	-10.0%
1회/1일 제형 GLP1 시장 점유율	85.7%	78.7%	73.7%	66.8%	60.6%	55.7%	51.3%	47.7%	44.4%	41.4%		29.8%	27.9%	25.7%
1회/1주 제형 GLP1 시장(백만달러)	449	745	1,087	1,631	2,283	2,968	3,711	4,453	5,254	6,042		9,036	9,217	9,309
1회/1주 제형 GLP1 시장 성장률	66.0%	45.9%	50.0%	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%	18.0%	15.0%			3.0%	2.0%	1.0%
1회/1주 제형 GLP1 시장 점유율	14.3%	21.3%	26.3%	33.2%	39.4%	44.3%	48.7%	52.3%	55.6%	58.6%		70.2%	72.1%	74.3%
이벤트					복합제 semaglutide 출시	복합제 ide 출시						주1회 복합제 출시		
LAPS-GLP1 개발단계					3상 개시	3상 종료	NDA 제출	승인 시판						
LAPS-GLP1의 시장 점유율								1.0%	2.0%			8.0%	10.0%	10.0%
LAPS-GLP1의 예상매출액							0	53	121			723	922	931
임상 3상 개발비 부담					46	46								
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	1,300백만달러 가정						162	162	162	324				
로열티	13%로 가정						0.0	6.8	15.7			94.0	119.8	121.0
제조수익	12%로 가정							6.3	14.5			86.7	110.6	111.7
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정				-55.5	138.9	194.4	194.4	210.2	425.1		216.9	276.5	279.3
세후이익(십억원)	법인세율 24.2% 가정				105.3	147.4	147.4	159.3	322.2			164.4	209.6	211.7
할인율	10%					1.0	0.91	0.83	0.75	0.68		0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)					-55.5	105.3	134.0	121.8	119.7	220.1		63.4	73.5	67.4
NPV	1,694													
Terminal Value	-5%	427												
적정가치	62.40%	1,057												
한미약품의 귀속가치	70%	739.9												

자료: 하나금융투자

표 9. LAPS-GLP1/GCG rNPV

(단위: 십억원, %)

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	...	28	29	30					
GLP1 시장(백만달러)	3,139	3,501	4,128	4,915	5,798	6,694	7,622	8,520	9,444	10,316		12,914	12,823	12,555					
GLP1 시장 성장률		11.5%	17.9%	19.1%	18.0%	15.5%	13.9%	11.8%	10.0%	9.0%		6.0%	5.0%	5.0%					
1회/1일 제형 GLP1 시장(백만달러)	2,690	2,755	3,041	3,284	3,514	3,725	3,911	4,068	4,190	4,274		3,878	3,607	3,246					
1회/1일 제형 GLP1 시장 성장률		2.4%	10.4%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%		-5.0%	-7.0%	-10.0%					
1회/1일 제형 GLP1 시장 점유율	85.7%	78.7%	73.7%	66.8%	60.6%	55.7%	51.3%	47.7%	44.4%	41.4%		30.0%	28.1%	25.9%					
당뇨시장																			
1회/1주 제형 GLP1 시장(백만달러)	449	745	1,087	1,631	2,283	2,968	3,711	4,453	5,254	6,042		9,036	9,217	9,309					
1회/1주 제형 GLP1 시장 성장률		66.0%	45.9%	50.0%	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%	18.0%	15.0%		3.0%	2.0%	1.0%					
1회/1주 제형 GLP1 시장 점유율	14.3%	21.3%	26.3%	33.2%	39.4%	44.3%	48.7%	52.3%	55.6%	58.6%		70.0%	71.9%	74.1%					
이벤트																			
LAPS-GLP1/GCG 개발단계																			
LAPS-GLP1/GCG의 시장 점유율												18.0%	20.0%	20.0%					
LAPS-GLP1/GCG의 예상매출액												1,626	1,843	1,862					
1회/1주 제형 GLP1 시장 성장률												23.6%	13.3%	1.0%					
비만시장																			
Saxenda 매출 추정	70	210	420	630	819	1,024	1,208	1,329				819	754	716					
Saxenda 시장 성장률		200.0%	100.0%	50.0%	30.0%	25.0%	18.0%	10.0%				-10.0%	-8.0%	-5.0%					
이벤트																			
LAPS-GLP1/GCG 개발단계																			
LAPS-GLP1/GCG의 시장 규모												50	2,887	3,320	3,652				
LAPS-GLP1/GCG 시장 성장률												20.0%	15.0%	10.0%					
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	830백만달러 가정											83	83	83					
로열티	13%로 가정												586.7	671.2	716.8				
제조수익	12%로 가정												541.6	619.6	661.6				
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정											99.6	99.6	99.6	1,354.0 1,549.0 1,654.1				
세후이익(십억원)	법인세율 24.2% 가정											75.5	75.5	75.5	1,026.3 1,174.1 1,253.8				
할인율	10%											1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)												68.6	62.4	56.7	51.6	395.7	411.5	399.5	
NPV	5,103																		
Terminal Valvue	-5%	2,530																	
적정가치	14.5%	740																	
한미약품의 귀속가치	80%	592.0																	

자료: 하나금융투자

표 10. HM95573 rNPV

(단위: 십억원, %)

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Melanoma 신규환자 수	70,000	72,100	74,263	76,491	78,786	81,149	83,584	86,091	88,674	91,334	94,074	96,896	99,803	102,797	105,881	109,058	112,329	115,699
신규환자 발생율 3%로 가정	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
B-Raf 변이 환자 60%	42,000	43,260	44,558	45,895	47,271	48,690	50,150	51,655	53,204	54,800	56,444	58,138	59,882	61,678	63,529	65,435	67,398	69,420
B-Raf inhibitor 시장규모(백만달러)	8,400	8,652	8,912	9,179	9,454	9,738	10,030	10,331	10,641	10,960	11,289	11,628	11,976	12,336	12,706	13,087	13,480	13,884
B-Raf inhibitor melanoma 423	664	678	692	1,038	1,453	1,961	2,550	3,263	4,079	5,018	6,021	6,924	7,824	8,607	9,295	9,853	10,346	
시장 성장률(%) 6.6%로 가정	57.0%	2.1%	50.0%	40.0%	35.0%	30.0%	28.0%	25.0%	23.0%	20.0%	15.0%	13.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	3.0%	
시장 점유율 5%	8%	8%	8%	11%	15%	20%	25%	31%	37%	44%	52%	58%	63%	68%	71%	73%	75%	
이벤트 Encorafenib/Binimetinib 승인																		
HM95573 개발단계 2상 개시	80	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	
HM95573 시장 점유율 3.0%																		18.0%
HM95572 예상매출액(백만달러) 181																		1,862
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러) 1,286																		
로열티 13%로 가정 23.5																		242.1
원회환산수익(십억원) 1200원 가정 90.0																		256.2
세후이익(십억원) 범인세율 24.2% 가정 152.6																		266.3
할인율 10% 223.8																		302.1
현재 가치 환산(십억원) 66.7 1,174																		2,324
NPV 1,286 1,971																		1,862
Terminal Value -5% 407																		
적정가치 19.1% 246																		
한미약품의 귀속가치 90% 221.0																		

자료: 하나금융투자

표 11. 포지오티닙 rNPV

(단위: 십억원, %)

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
폐암 신규환자 수 222,500	229,175	236,050	243,132	250,426	257,938	265,677	273,647	281,856	290,312	299,021	307,992	317,232	326,749	
신규환자 발생율 3%로 가정 3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
NSCLC 중 exon20 변이 환자 3,783	3,896	4,013	4,133	4,257	4,385	4,517	4,652	4,792	4,935	5,083	5,236	5,393	5,555	
포지오티닙 개발단계 2상 개시	3상 개시	신속 승인	3상 완료	NDA 신청	승인 시판									
시장 점유율 10% 10%			10%	20%	30%	40%	50%	70%	80%	60%	50%	50%	50%	50%
포지오티닙 예상매출액(백만달러) 83 170														
유방암 치료제														
유방암 신규환자 수 252,710	260,291	268,100	276,143	284,427	292,960	301,749	310,801	320,125	329,729	339,621	349,810	360,304	371,113	
신규환자 발생율 3%로 가정 3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
Triple negative 환자 수 50,542	52,058	53,620	55,229	56,885	58,592	60,350	62,160	64,025	65,946	67,924	69,962	72,061	74,223	
포지오티닙 개발단계 2상 진행 중 3상 개시	L/O	3상 완료	NDA 신청	승인 시판										
시장 점유율 5% 302			7%	10%	10%	12%	12%	15%	15%					
포지오티닙 예상매출액(백만달러) 435 640														
포지오티닙 합산 예상매출액(백만달러) 83 170 263 663 900 1,311 1,449 1,425 1,363 1,620 1,669														
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러) 10억 달러 규모 계약 100 200 300 200 200														
로열티 20%로 가정 16.5 34.1 52.6 132.6 180.1 262.2 289.8 285.0 272.6 324.0 333.8														
원회환산수익(십억원) 1,100원 가정 128.2 37.5 277.9 475.9 198.1 508.4 318.8 533.5 299.9 356.4 367.1														
세후이익(십억원) 범인세율 20% 가정 102.5 30.0 222.3 380.7 158.5 406.7 255.0 426.8 239.9 285.2 293.7														
할인율 10% 1.0 0.91 0.83 0.75 0.68 0.62 0.56 0.51 0.47 0.42 0.39 0.35 0.32														
현재 가치 환산(십억원) 84.8 22.5 151.8 236.4 89.4 208.7 119.0 181.0 92.5 99.9 93.6														
NPV 1,972														
Terminal Value -5% 593														
적정가치 45.3% 893														
스페트럼 사외의 수익배분 40.0%	357													
한미약품의 귀속가치 70%	250.2													

자료: 하나금융투자

표 12. LAPS-Tri agonist의 rNPV

	17	18	19	20	...	25	26	27	28	29	30
GLP1 시장(백만달러)	5,798	6,694	7,622	8,520		12,406	12,726	12,855	12,914	12,823	12,555
GLP1 시장 성장률	18.0%	15.5%	13.9%	11.8%		7.0%	7.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%
1회/1일 제형 GLP1 시장(백만달러)	3,514	3,725	3,911	4,068		4,294	4,209	4,082	3,878	3,607	3,246
1회/1일 제형 GLP1 시장 성장률	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%		-1.0%	-2.0%	-3.0%	-5.0%	-7.0%	-10.0%
1회/1일 제형 GLP1 시장 점유율	60.6%	55.7%	51.3%	47.7%		34.6%	33.1%	31.8%	30.0%	28.1%	25.9%
당뇨시장											
1회/1주 제형 GLP1 시장(백만달러)	2,283	2,968	3,711	4,453		8,112	8,517	8,773	9,036	9,217	9,309
1회/1주 제형 GLP1 시장 성장률	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%		8.0%	5.0%	3.0%	3.0%	2.0%	1.0%
1회/1주 제형 GLP1 시장 점유율	39.4%	44.3%	48.7%	52.3%		65.4%	66.9%	68.2%	70.0%	71.9%	74.1%
이벤트					복합제 semaglu 출시 tide 출시	TT401 출시					
LAPS-Triple agonist 개발단계					1상 개시 1상 종료 2상 개시		승인 /시판				
LAPS-Triple agonist의 시장 점유율							3.0%	7.0%	10.0%	15.0%	18.0%
LAPS-Triple agonist의 예상매출액							243	596	877	1,355	1,659
1회/1주 제형 GLP1 시장 성장률							145.0%	47.1%	54.5%	22.4%	12.2%
비만시장											
Saxenda 매출 추정	420	630	819	1,024		1,339	1,138	910	819	754	716
Saxenda 시장 성장률	100.0%	50.0%	30.0%	25.0%		-5.0%	-15.0%	-20.0%	-10.0%	-8.0%	-5.0%
이벤트					semaglu tide 출시	TT401 출시					
LAPS-Triple agonist 개발단계					1상 개시 1상 종료	NDA 신청	승인 /시판				
LAPS-Triple agonist의 시장 규모							50	150	405	891	1,604
LAPS-Triple agonist 시장 성장률							200%	170.0%	120.0%	80.0%	
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	7000만달러로 가정				70 50	100	200	80			
로열티	13%로 가정					31.6	84.0	133.5	228.8	331.5	450.5
제조수익	12%로 가정					29.2	77.5	123.3	211.2	306.0	415.9
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정				84.0 60.0	193.0	433.9	308.2	624.1	765.0	1,039.7
세후이익(십억원)	법인세율 24.2% 가정				63.7 45.5	146.3	328.9	233.6	473.1	579.9	788.1
할인율	10%				1.0 0.91 0.83	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)					57.9 37.6	75.1	153.4	99.1	182.4	203.2	251.1
NPV		2,764									
Terminal Value	-5%	1,590									
적정가치	14.5%	401									
한미약품의 귀속가치	90%	360.6									

자료: 하나금융투자

표 13. LAPS-Insulin의 rNPV

	17	...	22	23	24	25	26	27	28	29	30
기저 인슐린 시장(백만달러)	10428.0		10,153	11,676	14,011	16,113	18,046	19,851	21,836	23,583	25,469
기저 인슐린 시장 성장을	0.0%		10.0%	15.0%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%
1회/1일 제형 기저 인슐린 시장(백만달러)	10,428		10,153	11,676	12,610	12,084	7,218	6,948	6,551	7,075	7,131
1회/1일 제형 기저 인슐린 시장 성장을	0.0%		10.0%	15.0%	8.0%	-4.2%	-40.3%	-3.8%	-5.7%	8.0%	0.8%
1회/1일 제형 기저 인슐린 시장 점유율		100%	100%	90%	75%	40%	35%	30%	30%	28%	
1회/1주 제형 기저 인슐린 시장(백만달러)					420	806	1,805	2,978	4,367	5,896	7,641
1회/1주 제형 기저 인슐린 시장 성장을					91.7%	124.0%	65.0%	46.7%	35.0%	29.6%	
1회/1주 제형 기저 인슐린 시장비율					3%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
이벤트		복합제 출시			최초 주 1회 제제 출시	두 번째 주 1회 제제 출시				3번째 제품 출시	
LAPS-insulin 개발단계	1상 개시		3상 종료 NDA 신청 승인/시판								
LAPS-insulin 시장 점유율					100%	100.0%	90.0%	85.0%	80.0%	75.0%	73.0%
LAPS-insulin 예상매출액					420	806	1,624	2,531	3,494	4,422	5,578
LAPS-insulin 시장 성장을					91.7%	101.6%	55.8%	38.0%	26.6%	26.1%	
계약금 및 미일스톤 수익(백만달러)	1,300백만달러 가정				130	130	130	260	260		
로열티	13%로 가정					54.6	104.7	211.1	329.0	454.2	574.8
제조수익	12%로 가정					50.4	96.7	194.9	303.7	419.2	530.6
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정				143.0	143.0	258.6	507.5	446.6	982.0	960.8
세후이익(십억원)	법인세율 24.2% 가정				108.4	108.4	196.0	384.7	338.6	744.4	728.3
할인율	10%				0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39
현재 가치 환산(십억원)					74.0	67.3	110.6	197.4	157.9	315.7	280.8
NPV		4,513									
Terminal Value	-5%	2,346									
적정가치	14.5%	654									
한미약품의 귀속가치	80%	523.5									

자료: 하나금융투자

표 14. LAPS-hGH의 rNPV

	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	-	29	30
글로벌 인성장호르몬 시장1)	3,475	3,649	3,868	4,100	4,346	5,867	6,747	8,096	9,068	9,974		13,983	14,683
yoY(%)	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	35.0%	15.0%	20.0%	12.0%	10.0%	9.0%		5.0%	4.0%
주 1회 제형 점유율2)					25.0%	50.0%	60.0%	65.0%	70.0%	71.0%		80.0%	85.0%
주 1회 제형 시장규모					1,086	2,933	4,048	5,262	6,347	7,082		11,187	12,480
이벤트					2상 시작	2상 완료	3상 시작	3상 완료	신청서 제출	시판			
동시의 점유율3)										3.0%		12.0%	12.0%
글로벌 매출										212.5		1,342.4	1,497.6
계약금과 미일스톤4)					30	30	50		50			40	
로열티4)	13%									27.6		174.5	194.7
제조수익	12%									25.5		161.1	179.7
동시의 수익					30.0	30.0	50.0	0.0	50.0	53.1		375.6	374.4
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정				36.0	36.0	60.0	0.0	60.0	63.7		450.7	449.3
세후이익(십억원)	법인세율 24.2% 가정				27.3	27.3	45.5	0.0	45.5	48.3		341.6	340.6
할인율	10%				1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)					24.8	22.6	34.2	0.0	28.2	27.3		119.7	108.5
NPV	1,400												
Terminal Value	-5%	687											
적정가치	23.8%	333											
동시의 귀속가치	70.0%	233											

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	882.7	916.6	973.5	1,005.7	1,050.6
매출원가	421.9	398.2	430.3	432.3	449.6
매출총이익	460.8	518.4	543.2	573.4	601.0
판관비	434.1	436.2	468.0	513.0	551.6
영업이익	26.8	82.2	75.3	60.5	49.4
금융손익	(2.0)	(5.6)	(12.2)	(14.9)	(16.5)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(16.8)	(17.7)	(13.6)	(20.7)	(21.7)
세전이익	8.0	58.8	49.5	24.9	11.2
법인세	(22.3)	(10.1)	15.8	(2.5)	(1.1)
계속사업이익	30.3	69.0	33.7	27.4	12.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	30.3	69.0	33.7	27.4	12.3
비지배주주지분 순이익	7.0	8.5	4.2	3.4	1.5
지배주주순이익	23.3	60.4	29.5	24.0	10.8
지배주주지분포괄이익	12.1	58.7	30.7	25.0	11.2
NOPAT	101.4	96.3	51.2	66.5	54.3
EBITDA	65.6	118.6	119.3	112.1	106.8
성장률(%)					
매출액증가율	(33.0)	3.8	6.2	3.3	4.5
NOPAT증가율	(38.1)	(5.0)	(46.8)	29.9	(18.3)
EBITDA증가율	(75.0)	80.8	0.6	(6.0)	(4.7)
영업이익증가율	(87.3)	206.7	(8.4)	(19.7)	(18.3)
(지배주주)순이익증가율	(84.9)	159.2	(51.2)	(18.6)	(55.0)
EPS증가율	(84.9)	159.1	(51.2)	(18.8)	(55.0)
수익성(%)					
매출총이익률	52.2	56.6	55.8	57.0	57.2
EBITDA이익률	7.4	12.9	12.3	11.1	10.2
영업이익률	3.0	9.0	7.7	6.0	4.7
계속사업이익률	3.4	7.5	3.5	2.7	1.2

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,049	5,308	2,592	2,106	948
BPS	58,735	63,891	65,994	67,613	68,073
CFPS	8,989	10,926	9,677	9,046	8,494
EBITDAPS	5,765	10,419	10,478	9,847	9,383
SPS	77,529	80,503	85,505	88,330	92,272
DPS	0	490	490	490	490
주가지표(배)					
PER	136.8	110.0	147.6	181.6	403.4
PBR	4.8	9.1	5.8	5.7	5.6
PCFR	31.2	53.5	39.5	42.3	45.0
EV/EBITDA	49.7	58.5	41.2	44.6	47.4
PSR	3.6	7.3	4.5	4.3	4.1
재무비율(%)					
ROE	3.5	8.8	4.1	3.2	1.4
ROA	1.4	3.7	1.7	1.3	0.6
ROIC	11.9	10.6	4.6	5.3	4.0
부채비율	117.4	109.6	122.5	126.7	132.3
순부채비율	0.3	42.4	58.5	66.5	73.0
이자보상배율(배)	2.7	7.7	5.2	3.5	2.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

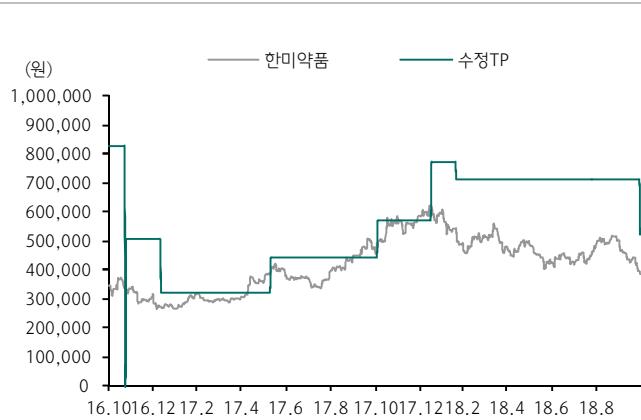
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	840.7	658.1	699.1	696.0	705.8
금융자산	330.2	140.4	140.5	110.2	90.8
현금성자산	130.4	47.3	84.6	52.5	44.6
매출채권 등	271.6	250.3	265.9	276.5	290.3
재고자산	190.4	232.1	255.3	270.7	284.2
기타유동자산	48.5	35.3	37.4	38.6	40.5
비유동자산	756.2	1,002.8	1,126.4	1,213.2	1,266.9
투자자산	43.3	71.7	79.3	67.7	58.9
금융자산	43.3	71.7	79.3	67.7	58.9
유형자산	598.9	790.1	910.3	976.1	990.9
무형자산	40.1	45.7	41.5	74.0	121.7
기타비유동자산	73.9	95.3	95.3	95.4	95.4
자산총계	1,597.0	1,660.9	1,825.6	1,909.3	1,972.6
유동부채	544.1	619.2	640.0	655.1	
금융부채	171.3	278.6	268.6	278.6	
매입채무 등	274.7	285.6	295.9	305.7	319.4
기타유동부채	98.1	75.0	54.7	55.7	57.1
비유동부채	318.3	229.3	385.8	426.9	468.5
금융부채	160.9	197.7	352.2	392.2	432.2
기타비유동부채	157.4	31.6	33.6	34.7	36.3
부채총계	862.5	868.5	1,005.0	1,066.9	1,123.5
지배주주지분	659.4	711.7	735.6	754.1	759.3
자본금	26.1	27.9	27.9	27.9	27.9
자본잉여금	417.3	415.5	415.5	415.5	415.5
자본조정	(9.3)	(15.7)	(15.7)	(15.7)	(15.7)
기타포괄이익누계액	(3.5)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	228.9	285.3	309.2	327.7	332.9
비지배주주지분	75.1	80.7	84.9	88.3	89.8
자본총계	734.5	792.4	820.5	842.4	849.1
순금융부채	2.0	335.9	480.3	560.6	619.9

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	413.0	(62.9)	33.2	75.2	68.8
당기순이익	30.3	69.0	33.7	27.4	12.3
조정	51.2	34.4	48.4	63.1	69.0
감가상각비	38.9	36.5	44.0	51.6	57.5
외환거래손익	1.1	6.8	4.5	11.5	11.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.2	(8.9)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동	331.5	(166.3)	(48.9)	(15.3)	(12.5)
변동					
투자활동 현금흐름	(355.1)	(152.9)	(134.9)	(151.8)	(111.1)
투자자산감소(증가)	10.8	(28.4)	(7.6)	11.6	8.9
유형자산감소(증가)	(199.6)	(242.0)	(160.0)	(110.0)	(60.0)
기타	(166.3)	117.5	32.7	(53.4)	(60.0)
재무활동 현금흐름	(62.9)	137.7	139.0	44.5	34.5
금융부채증가(감소)	(35.4)	144.0	144.5	50.0	40.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.1)	(6.3)	0.1	0.1	0.1
배당지급	(20.4)	0.0	(5.6)	(5.6)	(5.6)
현금의 증감	(8.0)	(83.1)	37.3	(32.1)	(7.8)
Unlevered CFO	102.3	124.4	110.2	103.0	96.7
Free Cash Flow	212.7	(310.0)	(126.8)	(34.8)	8.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	520,000		
18.2.19	BUY	710,000	-34.18%	-21.27%
18.1.16	BUY	770,000	-26.17%	-21.17%
17.11.3	BUY	568,904	-2.06%	8.98%
17.6.9	BUY	441,391	-9.51%	14.44%
17.1.9	BUY	321,033	-5.35%	19.77%
16.11.22	BUY	504,480	-40.72%	-33.00%
16.11.21	Analyst Change	0		-
16.4.29	BUY	825,513	-36.89%	-20.33%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율정시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 10월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.