

## 한미약품 (128940)

### Buy (Initiate)

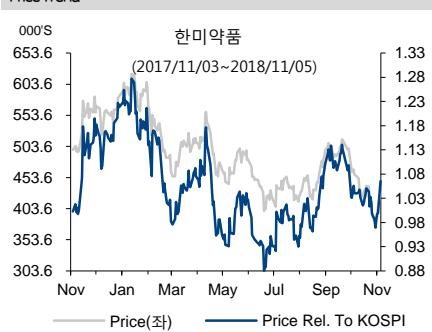
목표주가(12M)	500,000 원(신규)
종가(2018/11/05)	430,000 원

#### Stock Indicator

자본금	28십억원
발행주식수	1,139만주
시가총액	4,896십억원
외국인지분율	13.3%
52주 주가	379,500~620,000 원
60일평균거래량	53,077주
60일평균거래대금	24.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	-0.3	-3.7	-13.7
상대수익률	2.2	8.9	11.9	5.1

#### Price Trend



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	917	977	1,039	1,105
영업이익(십억원)	82	75	80	80
순이익(십억원)	60	32	41	40
EPS(원)	5,414	2,837	3,583	3,549
BPS(원)	63,754	64,493	67,172	69,819
PER(배)	107.9	151.6	120.0	121.1
PBR(배)	9.2	6.7	6.4	6.2
ROE(%)	8.8	4.5	5.4	5.2
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	57.8	46.0	41.5	41.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 풍부한 R&D 모멘텀

### 연말부터 시작되는 풍부한 R&D 모멘텀

2019년 한미약품의 메인 R&D 파이프라인은 HM12525A, 롤론티스, 포지오티닙이 될 것으로 전망된다. 한미약품의 신약 중 최초의 FDA 허가가 기대되는 롤론티스는 연내 BLA 신청예정이며 빠르면 2019년 FDA 허가가 기대된다. 또한 연내 롤론티스의 추가 3상 결과발표가 예정되어 있다. 현재 임상 2상 진행 중인 포지오티닙은 긍정적인 2상 중간결과를 바탕으로 2019년 FDA 혁신치료제 지정이 기대된다. 임상 2상 진행 중인 HM12525A는 내년 1분기에 임상 종료 이후, 임상 단계 진행에 따른 마일스톤 유입 및 신약가치 상승이 기대된다.

### 연구개발비 확대 영향 이익 성장은 제한적

2019년 실적은 2018년과 비슷한 추세를 보일 것으로 전망한다. 주요 전문의약품 매출 호조 및 신제품 출시로 본업 매출액은 증가세를 유지할 것으로 전망된다. 다만 연구개발비의 지속적인 증가로 2019년도 이익 성장세는 제한적으로 판단된다. 연결기준 2019년 매출액 1조 385억원(+6.3% y-y), 영업이익 803억원(+7.4% y-y)을 시현할 것으로 전망된다. 그 외 HM12525A 임상 단계 진행으로 마일스톤 수취 시, 인식방법에 따라 이익성장은 가능할 것으로 판단된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 500,000 원으로 커버리지 개시

한미약품에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 500,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 기반으로 영업가치 2.0조원, 자회사 가치 및 신약가치를 포함한 비영업가치 4.0조원, 순차입금 4,976억원을 반영하여 산정하였다

연구개발비 지출규모의 증가로 실적 면에서는 부진한 흐름이 이어질 것으로 판단되나, 2019년 HM12525A 임상 2상 종료 및 HM15211(Triple Agonist)와 같은 우수한 초기 임상 파이프라인의 임상 1상 종료에 따른 기술수출 기대감 등과 같은 풍부한 R&D 모멘텀에 집중할 필요가 있다고 판단된다.

## I. 투자의견 buy, 목표주가 500,000 원 개시

현 주가 대비  
상승여력 16.3%

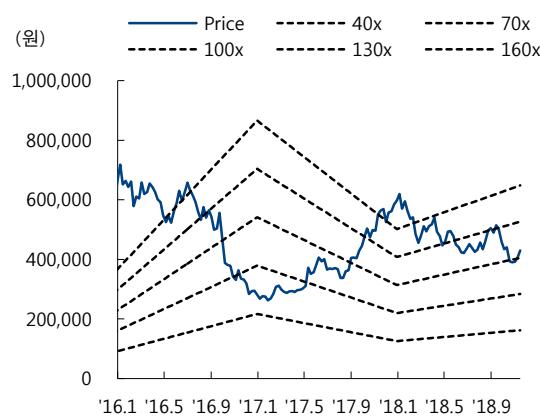
한미약품에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 500,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 기반으로 영업가치 2.0 조원, 자회사 가치 및 신약가치를 포함한 비영업가치 4.0 조원, 순차입금 4,985 억원을 반영하여 산정하였다.

그림1. 한미약품 SOTP Valuation

	2019F EBITDA	2019F EV/EBITDA	
1. 영업가치	2,060.8	129.8	15.9
			상위제약사 평균 EV/EBITDA 적용
2. 비영업가치	4,073.0		
자회사가치	560.5	2018ENI	PER
한미정밀화학(63%)	22.9	3.6	10
북경한미(74%)	537.6	36.3	20
신약가치	3,512.5		
Rolontis	1,297.7		그림 7번의 테이블 참조
Pozotinib	167.2		그림 15번의 테이블 참조
HM12525A	448.8		그림 20번의 테이블 참조
HM95573	265.2		그림 22번의 테이블 참조
Efeglanatide	1,201.6		그림 24번의 테이블 참조
HM15211	131.9		그림 26번의 테이블 참조
3. 순차입금	497.6		
4. 기업가치 (1+2-3)	5,636.3		
5. 보통주주식수(1,000)	11,386		
6. 적정주가	495,031		

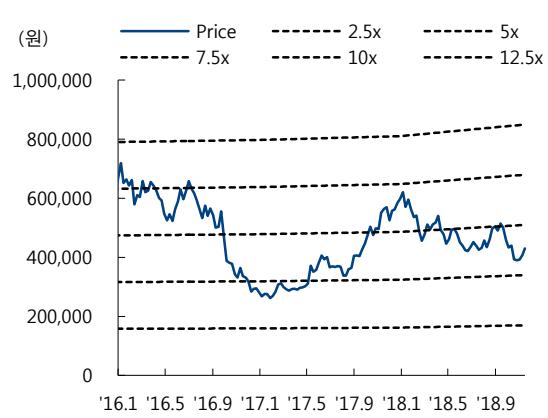
자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림2. 12M FWD P/E Band



자료: 하이투자증권 리서치센터

그림3. 12M FWD P/B Band



자료: 하이투자증권 리서치센터

## II. 파이프라인 밸류에이션

### 1. Rolontis: 한미약품의 첫 FDA 허가 의약품

#### (1) 롤론티스 개요

##### 연내 BLA 신청예정

롤론티스는 호중구감소증 치료제인 뉴라스타(Neulasta)의 바이오베터로 2014년 미국 스펙트럼(Spectrum, SPPI US)에 기술수출 하였다. 현재 임상 3상 마무리 단계에 있으며, 올해 말에 BLA 신청, 출시는 빠르면 2019년 말, 늦으면 2020년 상반기로 예정되어 있다.

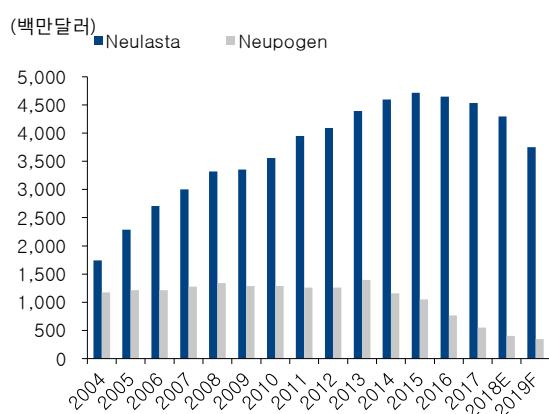
#### (2) 호중구감소증 개요

호중구는 사람 백혈구의 50%~70%를 차지하고 있으며, 체내로 침입하는 바이러스, 곰팡이, 세균 등을 탐식하고 사멸시키는 중요한 단백질이다. 호중구감소증이란 암환자가 항암치료(세포독성항암요법, 방사선요법)를 받을 때, 골수 기능이 저하되면서 체내 호중구의 숫자 또한 줄어드는 질환을 의미한다. 일반적으로 호중구감소증환자의 치료에는 항생제, 진균제 등으로 감염을 막고 과립구(granulocyte) 생산을 자극하여, 호중구 수를 증진시키는 약물인 GM-CSF, G-CSF<sup>주1)</sup>등의 약물을 사용한다.

G-CSF의 대표적인 치료제로 암젠(Amgen)의 뉴포젠(Neupogen, 1일 1회 제형), 뉴라스타(1주 1회 제형)가 있다. 2017년 기준으로 각각 5.5 억달러, 45.3 억달러의 글로벌 매출액을 기록한 블록버스터 의약품이다. 항암치료 1 사이클(cycle)을 기준으로 했을 때, 뉴포젠은 4~6회, 뉴라스타는 1~2회 투여하며, 각각의 회당 비용은 350달러, 5,000달러 내외이다.

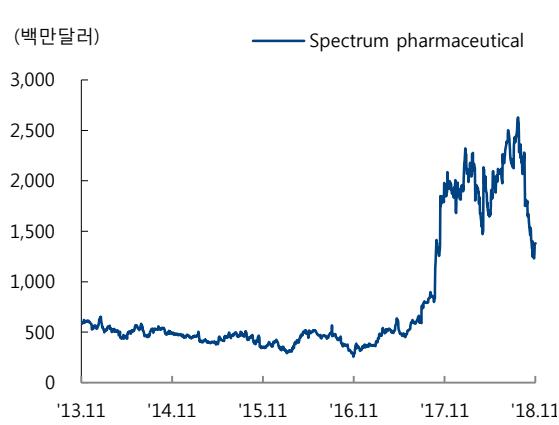
주1) G-CSF(과립구집락자극인자): 염증이나 내독소에 자극을 받아서 대식세포, 섬유모세포, 내피세포 등이 생산하는 사이토카인으로 호중구의 생산을 촉진한다

그림4. 뉴포젠&뉴라스타 미국 매출액 현황



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

그림5. 스펙트럼 주가 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

### (3) 롤론티스&뉴라스타

#### 롤론티스는 뉴라스타의 바이오베터

롤론티스는 뉴라스타의 바이오베터로 개발되었으며, 제형은 3 주 1 회 제형으로 뉴라스타 대비 편의성을 높였다. 기존 뉴라스타가 filgrastim에 PEGlaytion을 통해 약효지속성을 늘렸다면, 롤론티스는 자체 개발 플랫폼 기술인 LAPS COVERY를 통해 약효를 증대 시켰다.

#### 뉴라스타 바이오시밀러의 출시에 따른 ASP 하락으로 시장규모 축소 중

롤론티스에 대하여 시장이 우려하는 점은 뉴라스타의 바이오시밀러 보다 늦은 출시 일정과 바이오시밀러와 바이오베터 간의 경쟁 심화에 따른 ASP 하락으로 타겟 시장규모가 축소되고 있다는 점이다. 현재 뉴라스타의 첫 바이오시밀러인 마일란(Mylan)의 풀필라(Fulphila)가 올해 6 월에 FDA 허가를 받은 상태이며, 코헤루스(Coherus)의 CHS-1701이 연내 허가 준비 중이다. 마일란은 지난 6 월 풀필라(Fulphila)의 고시 가격을 뉴라스타 대비 33% 낮게 책정하였는데, 이는 후속 바이오시밀러들의 출시를 감안한 전략이라고 판단된다.

#### 추가 임상 3상을 통해 뉴라스타 대비 우위성에 대한 결과 발표 예정 중

한미약품의 파트너사인 스펙트럼은 현재 두 건의 뉴라스타 대비 임상 3 상(Advance(1Q18), Recover(2Q18))을 통해 뉴라스타 대비 비열등성에 대하여 증명한 상태이다. 또한 C-GSF 시장에서 경쟁우위를 점하기 위하여, 올해 4 분기에 Recover 임상에서 추가적으로 뉴라스타 대비 우위성에 대한 결과를 발표할 예정이다. 스펙트럼이 이번 발표에서 부작용에 대한 우위성을 입증할 수 있다면, 3 주 1 회 제형이라는 강점과 낮은 부작용이라는 경쟁력을 통해 시장점유율을 어렵지 않게 확대 할 수 있을 것으로 기대된다.

그림6. 롤론티스 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	시장규모는 Global Data의 주요 C-GSF 치료제 전망치 사용 및 뉴라스타 바이오시밀러 추정치 부재로 뉴라스타 연평균 3% 성장 가정
최대 시장점유율	15% 가정
개발 일정	2018년 허가신청, 2019년 미국 발매, 2020년 유럽발매
로열티	로열티 15%, 제조마진 15% 가정
할인율	WACC9.7% 가정
가정(WACC)	평균 차입금리 2.2%, 무위험이자율 2.2%, Equity Risk Premium 8.3% (52주 평균 beta 1.219 적용)
법인세율	10% 가정
임상성공확률	비향암제 감안 -20% 가정
성공확률	비향암제 BLA/NDA 성공확률 85.9% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림7. 롤론티스 신약가치 평가

(단위: 백만달러)

	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	...	'35F
G-CSF 시장규모	5,167	5,350	5,621	5,840	6,060	6,217	6,379	6,603	...	8,916
성장률		3.5	5.1	3.9	3.8	2.6	2.6	3.5	...	3.0
M/S (Peak M/S 15% 가정)		3.0	5.0	7.0	10.0	15.0	15.0	15.0	...	15.0
예상매출		161	281	409	606	932	957	990	...	1,337
개발일정	허가신청	미국발매	유럽발매							
마일스톤(Total: 135.0)	10.0	10.0	15.0	20.0	30.0	50.0				
로열티(15% 가정)		24.1	42.2	61.3	90.9	139.9	143.5	148.6	...	200.6
제조마진(15% 가정)		24.1	42.2	61.3	90.9	139.9	143.5	148.6	...	200.6
FCF(세율 10% 가정)	9.0	52.3	89.4	128.4	190.6	296.8	258.4	267.4	...	361.1
A. NPV (WACC9.7% 가정)	1,677									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	200									
합산가치(A+B)	1,877									
Risk-adjusted NPV (성공률 86% 가정)	1,612									
배분비율 고려 가치 (한미약품 70% 가정)	1,128									
환산 가치 (환율 1,150 원/달러)	1,298									
Share	11,386									
주당 가치 (원)	113,981									

주 1: 성공확률은 비향암제의 경우, 임상 1상이 11.9%, 2상이 18.7%, 3상이 54.7%, BLA/NDA 0이 85.9% (BIO, Biomedtraker, amplion)

주 2: 로열티 15%, WACC 9.7% 가정

주 3: 5년 차 최대 M/S 도달, Big Pharma 공동 개발 시 최대 M/S 30%, Mid Pharma 공동 개발 시 15%, 독자 개발 시 5% 가정

주 4: 시장규모는 Global Data의 주요 C-GSF 치료제 전망치 사용 및 뉴라스타 바이오시밀러 추정치 부재로 뉴라스타 연평균 3% 성장 가정

주 5: 스펙트럼(Spectrum)으로부터 로열티 수취 시 세율 10% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

## 2. 포지오티닙(Pozotinib): 연내 혁신 치료제 지정 기대

### (1) 포지오티닙 개요

#### 연내 혁신치료제 신청기대

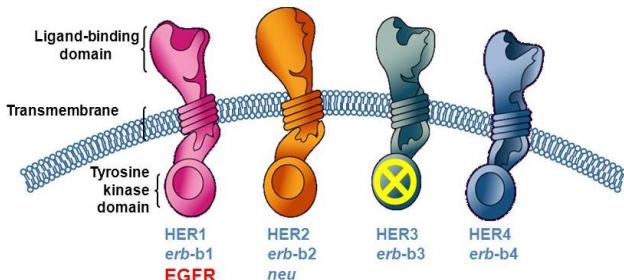
포지오티닙은 pan-Her 저해제로 EGFR(Her1)을 비롯한 Her2, Her3, Her4 등의 Her Family 전체를 타깃으로 하는 항암제이다. 2015년 3월에 스펙트럼에 글로벌 판권(한, 중 제외)이 기술 이전되었으며, 현재 유방암 및 비소세포폐암 대상 미국 임상 2상 진행 중이다. 긍정적인 임상 2상 중간결과를 바탕으로 연내 혁신치료제 지정 신청이 기대된다.

### (2) EGFR 변이에 대한 이해

EGFR(상피세포 성장인자 수용체, Epidermal Growth Factor Receptor)은 말그대로 상피세포(장기의 표면을 이루는 세포)에 존재하는 성장인자(세포의 성장 또는 분화가 필요할 때, 이를 진행하게 하는 인자)와 결합하여 세포 내부로 신호를 전달하는 단백질이다. EGFR은 다른 말로 Her(사람상피세포증식인자수용체, Human Epidermal Growth Factor Receptor)이라고도 불린다. EGFR은 Her-1이며 이러한 Her 계열의 키나아제(kinase), 즉 Her-family은 총 4개가 존재한다(Her1~4).

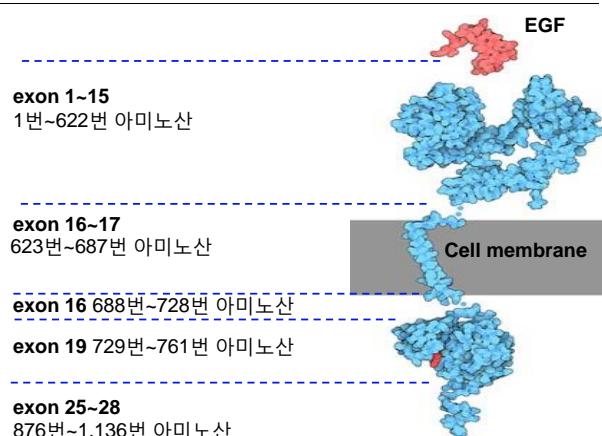
인체 내 아미노산은 총 20 가지가 존재하는데, EGFR은 1,136개 아미노산이 모인 단백질이며, 어느 자리에 어느 아미노산이 있는지는 이미 밝혀져 있다. EGFR 단백질의 아미노산 영역은 아래 그림과 같다. 예를 들면 EGFR 변이의 일종인 T790M의 의미는 EGFR의 790 번째 아미노산은 T(Threonine)인데, M(Methionine)으로 변이되었다는 것을 의미한다. EGFR이 변이되었을 때, EGFR은 성장인자(EGF)가 없어도 작동하게 되어 결과적으로는 암을 유발한다.

그림8. HER Family 분류



자료: Huntsman Cancer Institute, 하이투자증권 리서치센터

그림9. EGFR 단백질의 영역 구분



자료: RCSB, PDB, 하이투자증권 리서치센터

### (3) 기존 치료제의 낮은 Exon20 변이 환자 대상 반응률

일반적으로 EGFR 저해제라 함은 주로 키나아제 영역(Kinase domain, exon18~exon28) 그 중에서도 exon18~21 번의 변이를 타겟으로 하는 치료제를 의미한다. 기존 1 차 치료제인 이레사(Iressa, Gefitinib), 타세바(Erlotinib) 경우, 일반적인 exon 18, 19, 21 번의 반응률이 높았으나, exon 20 번의 반응률이 높지 않았다.

### (4) 포지오티닙의 exon20 변이에 대한 높은 반응률→혁신 치료제 가능성

포지오티닙은 기술수출 된지 오래된 파이프라인인지만, 얼마 전부터 시장의 관심을 받기 시작했다. 포지오티닙이 관심을 받기 시작한 것은 2017년 10월 세계폐암학회(WCLC)에서 스펙트럼과 MD 앤더슨 암센터에서 공동으로 진행한 포지오티닙의 비소세포폐암 임상 결과가 발표된 이후부터다. 당시 포지오티닙은 비소세포폐암 환자 중 exon 20 변이가 나타나는 환자에게 기존 EGFR TKI 치료제 보다 우월한 객관적 반응률(ORR, 73%(8/11))을 보여주었다.

지난 9월 세계폐암학회(WCLC)에서 발표한 임상 2상 중간결과에 따르면, Exon 20 변이 비소세포폐암 환자에게 EGFR Cohort는 43%, Her2 Cohort는 42%의 ORR을 기록하였다. 지난 WCLC 발표 때보다 수치보다 반응률은 떨어졌지만, 기존 EGFR TKI 저해제의 exon 20 변이 환자 대상 낮은 반응률(EGFR TKI 8% 미만, HER2 TKI 12% 미만)인 것을 감안했을 때, 고무적인 임상결과라고 판단된다. EGFR exon20 변이 비소세포폐암을 타겟으로 하는 치료옵션이 부족한 상황에서 임상 2상의 결과치에 따라서 FDA의 혁신치료제 지정될 가능성이 있다. 스펙트럼은 올해 말에 혁신치료제 지정을 신청할 예정이다. 혁신 치료제 지정 시 임상 2상 종료 후 조건부 허가로 출시가 가능하다.

그림10. 기존 TKI 치료제의 Exon 20 변이 환자 반응률

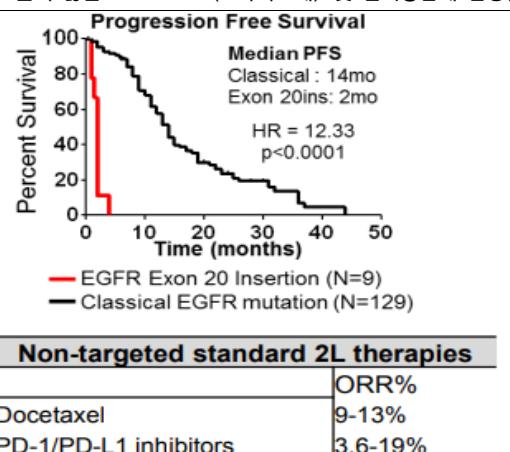
EGFR exon 20		
	N	PR
Gefitinib/erlotinib	26	0
Gefitinib/erlo* (with 763FQEA)	28	2* 7%
Afatinib	9	1 11%
<b>Total for EGFR TKIs</b>	<b>37</b>	<b>3 8% (w/o 763insFQEA)</b> <b>8% (w/ 763insFQEA)</b>
Luminespib (AUY922)	29	5 17%

HER2 exon 20		
	N	PR
Neratinib	11	0 0%
Afatinib	11	2 18%
Afatinib	6	2 33%
Dacomitinib	26	3 11.5%
Lapatinib	5	0 0%
<b>Total for HER2 TKIs</b>	<b>59</b>	<b>7 11.9%</b>
TDM-1	11	6 55% ←

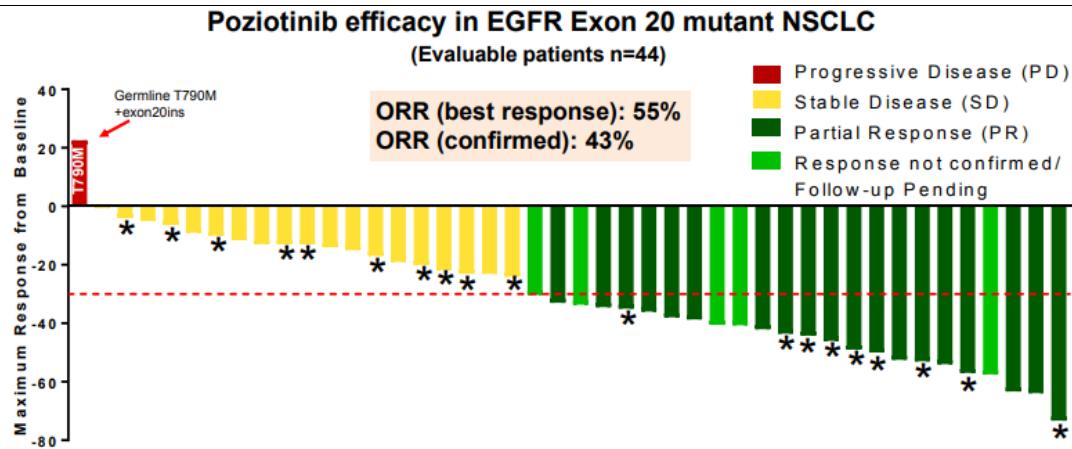
자료: Spectrum Pharmaceuticals, 하이투자증권 리서치센터

그림11. 높지 않은 Docetaxel(2차치료제) 및 면역항암제 반응률



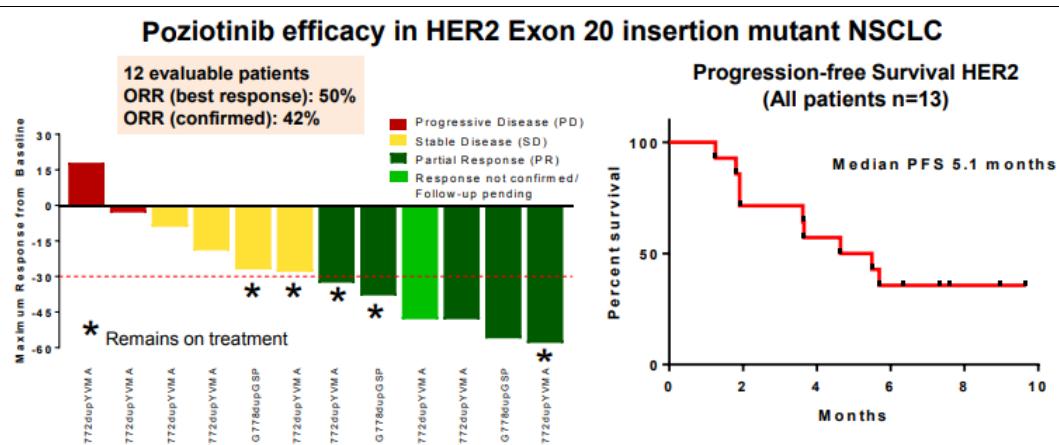
자료: Spectrum Pharmaceuticals, 하이투자증권 리서치센터

그림12. 포지오티닙의 EGFR exon 20 변이 비소세포폐암 환자 대상 반응률 (임상 2상 중간결과)



자료: Spectrum Pharmaceuticals, 하이투자증권 리서치센터

그림13. 포지오티닙의 HER2 exon 20 결손 비소세포폐암 환자 대상 반응률 (임상 2상 중간결과)



자료: Spectrum Pharmaceuticals, 하이투자증권 리서치센터

그림14. 포지오티닙 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	시장규모: 환자 수*연간 약가 환자 수: Global Data 의 주 NSCLC 환자 수 추정치에 Exon20M 병이 환자 비율 10% 적용 연간 약가: 20만 달러 가정
최대 시장점유율	30% 가정
개발 일정	2019년 혁신치료제 지정, 2020년 조건부 허가
로열티	로열티 15%
할인율	WACC 9.7% 가정
가정(WACC)	평균 차입금리 2.2%, 무위험이자율 2.2%, Equity Risk Premium 8.3% (52주 평균 beta 1.219 적용)
법인세율	10% 가정
영구성장률	비향암제 감안 -20% 가정
성공확률	비향암제 임상 2상 성공확률 8.1%에 혁신치료제 지정 가능성 감안 15% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림15. 포지오티닙 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	...	'35F
타깃시장규모(연간 약가 20만달러 가정)	3758	3805	3862	3915	3980	4055	4129	4205		5651
성장률		1.2	1.5	1.4	1.7	1.9	1.8	1.9		3.0
NSCLC 환자 수(천명)	188	190	193	196	199	203	206	210		283
exon 20M 환자 수(10% 가정, 천명)	19	19	19	20	20	20	21	21		28
개발일정	BT 신청	BT 지정	조건부허가	3상개시	3상종료	허가/발매				
M/S				5.0	10.0	15.0	20.0	25.0	30.0	15.0
예상매출				193	391	597	811	1032	1262	2260
로열티 (15% 가정)				29	59	90	122	155	189	339
FCF (세율 10% 가정)				26	53	81	109	139	170	305
A. NPV (WACC 9.7% 가정)	1,098									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	287									
합산가치(A+B)	1,385									
Risk-adjusted NPV (성공률 15% 가정)	208									
배분비율 고려 가치 (한미약품 70% 가정)	145									
합산 가치 (환율 1,150 원/달러)	167									
Share	11,386									
주당 가치 (원)	14,687									

주 1: 성공확률은 항암제의 경우 1 상이 5.1%, 2 상이 8.1%, 3 상이 33.0%, BLA/NDA 가 82.4% 적용 (BIO, Biomedtraker, amplion)

포지오티닙의 혁신치료제 지정 가능성 감안 15% 적용

주 2: 로열티 15%, WACC 9.7% 가정

주 3: 5년 차 최대 M/S 도달, Big Pharma 공동 개발 시 최대 M/S 30%, Mid Pharma 공동 개발 시 15%, 독자 개발 시 5% 가정

주 2: 시장규모는 Global Data 의 NSCLC 환자 수 추정치에 exon20M 환자 비율 10% 적용

주 3: 스펙트럼(Spectrum)으로부터 로열티 수취 시 세율 10% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

### 3. HM12525A: 임상 단계 진행에 따른 마일스톤 수취 기대

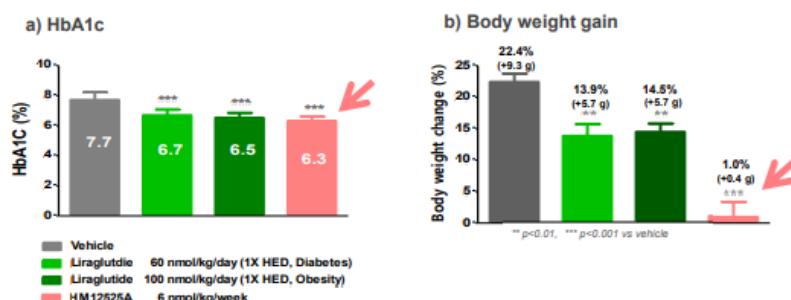
#### (1) HM12525A 개요

HM12525A 는 2015년 11월에 얀센(Janssen)에 기술 이전된 비만/당뇨 치료제이다. HM12525A 는 LAPS 기술이 적용된 옥신토모듈린 (oxyntomodulin)이라는 호르몬으로 만든 GLP-1/Glucagon dual agonist 으로 GLP-1 수용체와 글루카곤(Glucagon)수용체를 동시에 활성화 시키는 기전을 가지고 있다.

옥신토모듈린은 결장에서 자연 생성되는 호르몬으로 음식을 충분히 먹어 공복감이 사라졌을 때 분비된다. 옥신토모듈린을 통해 GLP-1 과 글루카곤의 수용체가 활성화되면, GLP-1은 인슐린 분비 및 식욕저하를 일으키고, 글루카곤은 간세포에 작용해 글리코겐을 포도당으로 분해하는 것을 촉진하고, 지방세포에서는 지방분해를 일으킨다. HM12525A 는 두 가지를 동시에 활성화시키기 때문에 포도당의 분해와 생성을 반복을 통해 에너지소비를 증가시켜 체중감소 효과를 유도해낸다. 전임상 데이터에 따르면, 2주동안 주 1회 제형으로 HM12525A 를 투여했을 때 삭센다(Liraglutide) 대비 높은 체중감소 효과를 보여주었다.

그림16. HM12525A 와 삭센다 간의 당화혈색소 및 체중 감소 효과 비교 (전임상 동물모델)

Figure 1. HbA1c and body weight reduction in db/db mice (n=7, 4 weeks)

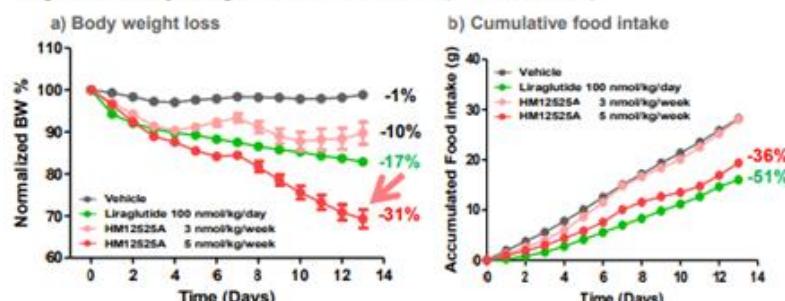


➤ HM12525A decreased HbA1c as well as body weight gain in db/db mice.

자료: 한미약품, 하이투자증권 리서치센터

그림17. HM12525A 와 삭센다 간의 당화혈색소 및 체중 감소 효과 비교 (전임상 동물모델)

Figure 3. Body weight loss in DIO mice (n=6, 2 weeks)



➤ HM12525A showed more potent weight loss even with less food intake inhibition compared with liraglutide.

자료: 한미약품, 하이투자증권 리서치센터

### (2) GLP-1/GCG Dual Agonist 경쟁현황

아직까지 GLP-1/GCG Dual agonist로 FDA의 허가를 받은 제품은 없다. HM12525A를 제외하고 GLP-1/GCG dual agonist로 개발 중인 파이프라인은 대표적으로 Transition(OPKO Healthcare의 자회사)의 Pegapamodutide가 있다. Pegapamodutide는 HM12525A와 동일한 long-acting 옥신토모듈린으로 올해 5월에 임상 2b상 개시하였고 2019년 5월에 종료예정이다. 그 외 베링거인겔하임(Boehringer Ingelheim)의 BI-456906, 일라이릴리(Eli Lilly)의 LY-3305677 등의 long-acting 옥신토모듈린이 임상 1상 진행 중에 있다. 비 옥신토모듈린 계열에서는 Sanofi의 SAR-425899와 Medimmune의 MEDI09382 등이 임상 2상 진행 중에 있다. Sanofi의 SAR-425899의 경우 임상 2상을 완료하였지만 위장 장애 문제가 발생하여 추가임상을 진행 중이다. 현재 개발상황을 감안 시 GLP-1/GCG dual agonist 중에서는 Pegapamodutide와 HM12525A가 가장 임상 진행이 빠른 상태이다.

### (3) 2019년 임상단계 진행에 따른 유의미한 마일스톤 수취 기대

얀센은 2018년 4월에 고도비만 환자 440명 대상 임상 2상을 개시하였으며, 7월에 당뇨동반 고도비만 환자 188명을 추가하여 임상 2상을 진행 중이다. 2019년 상반기 내에 임상 2상이 종료될 것으로 기대된다. 임상 2상 종료 후, 2019년 하반기 임상 3상 돌입 시, 임상단계 진행에 따른 마일스톤 수취가 기대되며, 이에 따른 실적 개선세가 기대된다.

그림18. 주요 GLP-1/GCG Dual Agonist 개발 현황

파이프라인명	기업명	물질	제형	임상단계	Clinical Trial
HM12525A	Janssen	Oxyntomodulin	Weekly	임상 2상	NCT03486392
Pegapamodutide	OPKO	Oxyntomodulin	Weekly	임상 2b상	NCT03406377
BI-456906	Boehringer Ingelheim	Oxyntomodulin	Weekly	임상 1b상	NCT03591718
LY-3305677	Eli Lilly	Oxyntomodulin	Weekly	임상 1a상	NCT02972645
SAR-425899	Sanofi		Daily	임상 2상	NCT02973321
MEDI-0382	MedImmune		Daily	임상 2a상	NCT02548585

자료: Clinical Trials.gov, 하이투자증권 리서치센터 전망

그림19. HM12525A 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data 의 비만치료제 Saxenda 매출추정치와 GLP-1 제제 매출추정치 합산
최대 시장점유율	최대 30% 가정
개발 일정	2019년 임상 2상 종료, 2021년 3상 종료, 2023년 발매 가정
로열티	10% 가정
할인률	WACC 9.7% 가정: 평균 차입금리 2.2%, 무위험이자율 2.2%, Equity Risk Premium 8.3% (52주 평균 beta 1.219 적용)
법인세율	10%
영구성장률	비항암제 감안 -20% 적용
성공확률	비 항암제 임상 2상 성공확률 18.7% 적용

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림20. HM12525A 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	...	'35F
비만/당뇨 시장 규모	8,242	9,559	10,785	11,979	13,533	15,864	18,836	21,661		45,832
성장률		16.0	12.8	11.1	13.0	17.2	18.7	15.0		5.0
Saxenda(liraglutide)	518	652	759	869	972	1,004	1,069			
GLP-1	7,724	8,907	10,026	11,110	12,561	14,860	17,767			
M/S (Peck M/S 30% 가정)							5.0	10.0		15.0
예상매출							942	2,166		6,875
개발일정	2상개시	3상개시		3상종료	허가	발매				
마일스톤	100	110		200	50	50		100		
로열티 (10% 가정)							94	217		687
FCF (세율 10% 가정)	90	99		180	45	45	85	285		619
A. NPV (WACC 8.6% 가정)	2,638									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	343									
합산가치(A+B)	2,981									
Risk-adjusted NPV (성공률 19%가정)	558									
배분비율 고려 가치 (한미약품 70% 가정)	390									
환산 가치 (환율 1,150 원/달러)	449									
Share	11,386									
주당 가치 (원)	39,419									

주 1: 성공확률은 비항암제의 경우 1 상이 11.9%, 2 상이 18.7%, 3 상이 54.7%, BLA/NDA 가 85.9% 적용 (BIO, Biomedtraker, amplion)

주 2: 로열티 10%, WACC 8.6% 가정

주 3: 5년 차 최대 M/S 도달, Big Pharma 공동 개발 시 최대 M/S 30%, Mid Pharma 공동 개발 시 15%, 독자 개발 시 5% 가정

주 2: 시장규모는 Global Data 의 주요 GLP-1 계열 약물 매출 추정치 및 비만치료제 Saxenda 매출 추정치 참고

주 3: 얀센(janssen)으로부터 로열티 수취 시 세율 10% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

## 4. HM95573: 높은 포텐셜을 지닌 항암제

### (1) HM95573 개요

HM95573 은 2016 년 9 월에 제넨텍(Genentech)으로 기술 이전된 항암제이다. 현재 국내 임상 1 상과 코비메티닙 (Cobimetinib) 병용 임상 1b 상이 진행 중에 있으며, 두건의 임상 모두 2017 년 상반기에 개시되었으며, 2019 년 하반기 Top-line 결과 발표, 2020 년 종료 예정이다.

### (2) RAF 저해제 개요

종양유전자(oncogene)나 종양억제유전자(tumor suppressor gene)들은 각각 세포신호전달을 과별현시키거나 억제하는데, 이런 다양한 세포신호들은 주로 단백질인산화효소(protein kinase)라는 단백질에 의해 조절된다. RAS-RAF-MEK-ERK signaling pathway (ERK pathway)는 대표적인 MAP 카이나제(mitogen-activated protein kinases)로 세포증식, 유사분열, 자멸 등의 세포활동을 조절한다. 이 중 RAS 와 MEK 를 연결하는 RAF kinase 의 변이는 흑색종을 포함한 많은 종양에서 발견되었다.

RAF 란 세포 내 신호전달을 매개하는 MAP 카이나제의 일종으로 총 3 개의 아형(A-RAF, B-RAF, C-RAF)으로 이뤄져 있는데 특히, B-RAF, C-RAF 가 암 발생과 깊이 연관되어 있는 것으로 알려져 있다. B-RAF 의 돌연변이 종의 약 7% 정도가 종양에 관련하여 발견되며, 각각 흑색종(50~70%), 난소암(35%), 갑상선암(30%), 직장암(10%)의 빈도를 보인다. 그 중 V600E 변이는 전체 B-RAF 활성화-돌연변이종의 85% 이상을 차지하여, 항암제에서 가장 중요한 타깃이다.

### (3) HM95573 과 기존 B-RAF 저해제의 차별점

B-RAF V600E 변이 흑색종의 표준치료제는 젤보라프(Zelboraf)와 타핀라(Tafinlar)이다. 젤보라프의 경우 단독 투여 후 약 40%의 환자에게서 내성이 발생되었다. 이로인해 RAF 보다 하단인 MEK 저해제인 코텔릭(Cotellic)과의 병용투여 요법으로 재차 허가를 받았다. 타핀라의 경우는 애초에 허가를 MEK 저해제인 멕키니스트(Mekinist)와의 병용요법으로 허가를 받았다. 내성의 주요원인으로 RAS 의 변이를 지목하고 있다. 하지만 아직까지 RAS 변이를 직접적으로 타깃하는 저해제는 없다.

지난 2016 년 ASCO 에서 발표된 HM95573 의 임상 1 상 중간결과에 따르면, 흑색종환자의 부분관해율(Partial response, 종양크기 30% 이상 감소)이 12%(4/33)가 나왔는데 이는 안전성 확인을 위한 임상 1 상인 것을 감안하면 매우 고무적인 수치 인 것을 알 수 있다. 또한 돌연변이 타입 별로 보았을 때, NRAS 와 BRAF 돌연변이 환자에게 높은 반응률을 보였다. HM95573 은 Pan-RAF 저해제로 A-RAF, B-RAF, C-RAF 를 모두 억제할 수 있기 때문에 RAS 돌연변이를 보유한 환자에게 효과를 보이는 것으로 판단된다.

그림21. HM95573 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data 의 주요 RAF 저해제 매출추정치 적용
최대 시장점유율	최대 30% 가정
개발 일정	2020년 임상 2상 개시
로열티	10% 가정
할인률	WACC 9.7% 가정:
가정(WACC)	평균 차입금리 2.2%, 무위험이자율 2.2%, Equity Risk Premium 8.3% (52주 평균 beta 1.219 적용)
법인세율	10%
영구성장률	향후 10% 감소 -10% 적용
성공확률	비 향후 10% 성공확률 5.1% 적용

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림22. HM95573 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	...	'35F
RAF 저해제 시장	2,685	3,062	3,429	3,857	4,290	5,148	6,178	7,413		94,486
성장률		14.0	12.0	12.5	11.2	20.0	20.0	20.0		30.0
Zelboraf(vemurafenib)	194	207	218	230	424					
Cotellic(cobimetinib)	90	124	154	182	205					
Tafinlar+Mekinist(trametinib)	1,109	1,269	1,401	1,511	1,596					
Mektovi(binimetinib)	36	111	222	346	421					
Braftovi(encorafenib)	49	167	395	664	871					
Stivarga(regorafenib)	364	387	406	425	445					
Nexavar(sorafenib)	843	797	633	499	328					
M/S (Peck M/S 30% 가정)						10.0	15.0	20.0		30.0
예상매출						515	927	1,483		28,346
개발일정			2상개시	2상종료	허가	조기발매	3상종료			
마일스톤	100			200	50	100	200			
로열티 (10% 가정)					51	93	148			
FCF (세율 10% 가정)	93			186	47	141	272	138		2636
A. NPV (WACC 9.7% 가정)	3,175									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	2,478									
합산가치(A+B)	5,652									
Risk-adjusted NPV (성공률 19% 가정)	288									
배분비율 고려 가치 (한미약품 70% 가정)	231									
환산 가치 (환율 1,150 원/달러)	265									
Share	11,386									
주당 가치 (원)	23,292									

주 1: 발매까지 성공확률은 비향후 10%의 경우, 임상 1 상이 11.9%, 2 상이 18.7%, 3 상이 54.7%, BLA/NDA 이 85.9% (BIO, Biomedtraker, amplion)

주 2: 로열티 10%, WACC 9.7% 가정

주 3: 5 년차 최대 매출액 도달, Big Pharma 공동 개발 시 최대 시장점유율 30%, Mid Pharma 공동 개발 시 최대 시장점유율 15%, 독자 개발 시 최대 시장점유율 5% 가정

주 4: 시장규모는 Global Data 의 주요 RAF 저해제 매출 추정치 참고

주 5: 제넨텍(Genentech)부터 로열티 수취 시 세율 7% 가정

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

## 5. 에페글레나타이드: 사노피를 믿어보자

### (1) 에페글레나타이드 개요

에페글레나타이드는 Weekly 제형의 Long-Acting GLP-1 receptor agonist로 시장에 2015년 11월 사노피(Sanofi)에게 기술 이전되었다. 현재 임상 3상 진행 중, weekly 기준 바이듀레온(bydureon), 탄지움(Tanzeum), 트루리시티(Trulicity), 오젬픽(Ozempic)에 이어 5번째로 출시될 예정이다. 출시 시점을 고려했을 때, 에페글레나타이드 자체만으로는 높은 시장성을 보여주기는 어렵다고 판단된다. 더불어 2017년 12월에 FDA, EMA 허가를 받은 오젬픽의 경우, 기존 시장 1위 제품인 트루리시티 대비 혈당강하 및 체중감소 부분에서 높은 우위성을 확인한 제품으로 향후 가장 시장지배력이 높은 제품이 될 것으로 판단된다.

### (2) 사노피가 에페글레나타이드를 포기하지 못하는 이유

사노피가 경쟁제품 대비 시장성이 낮은 에페글레나타이드를 유지하는 이유는 기본적으로 당뇨병 제품 포트폴리오 구성에 있다. 사노피의 당뇨사업부가 보유한 제품포트폴리오는 인슐린계열인 란투스(Lantus), 투제오(Toujeo), 솔리쿠아(Soliqua), GLP-1 계열인 현재 일 1회제형인 Lyxumia을 보유하고 있다. 블록버스터 제품인 란투스 특허만료에 따른 바이오시밀러 출시 및 경쟁사의 Long-Acting GLP-1의 출시 등으로 사노피의 당뇨사업부의 경쟁력이 약화되는 가운데, 제품포트폴리오 구축에 있어 에페글레나타이드는 포기하기 어려운 옵션이라고 판단된다.

### (3) 에페글레나타이드 임상 3상 구조

사노피는 에페글레나타이드의 시장성 극대화를 위하여 아래와 같이 총 5개의 임상 3상을 진행할 예정이다.

- 1) 위약(Placebo)대비 효능 및 안전성 임상(2017.12~2020.8)
- 2) 심혈관 위험도(CVOT)임상(2018.4~2021.4)
- 3) 에페글레나타이드+메타포르핀과 트루리시티 비교임상(2018.9~2020.12)
- 4) 에페글레나타이드+기저인슐린(basal)병용 임상(2018.12~2021)
- 5) 에페글레나타이드+메타포르핀(±설포닐우레아) 병용임상(2019~2021)

에페글레나타이드의 허가신청(BLA)는 5개의 임상 3상이 끝나는 시점으로 전망하며 시기는 2021년 하반기가 될 것으로 전망된다.

총 5건의 임상 3상에서 한미약품은 최대 25%를 사노피와 함께 부담해야 된다. 2018년은 에페글레나타이드에 약 200~300억원 가량 투입될 것으로 전망되며, 2019년에는 투입규모가 더 늘어날 것으로 전망된다.

그림23. 에페글레나타이드(Efpeglenatide) 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data의 주요 GLP-1 계열 약물 매출추정치 적용
최대 시장점유율	Big Pharma 공동 개발로 30% 가정해야 되나, 시장의 5 번째 진입제품이라는 것을 감안 최대 15%로 제한
개발 일정	2021년 허가 기대
로열티	10% 가정
할인률	WACC9.7% 가정:
가정(WACC)	평균 차입금리 2.2%, 무위험이자율 2.2%, Equity Risk Premium 8.3%(52주 평균 beta 1.219 적용)
법인세율	10%
영구성장률	비향암제 감안 -20% 적용
성공확률	비 향암제 임상 3상 성공확률 54.7% 적용

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림24. 에페글레나타이드 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	...	'35F
Long-Acting GLP-1 시장	7,724	8,907	10,026	11,110	12,561	14,860	17,767	21,320		71,497
성장률		15.3	12.6	10.8	13.1	18.3	19.6	20.0		5.0
Victoza (liraglutide)	3,691	3,599	3,353	3,022	2,667	2,156	2,061	1,886		
Trulicity (dulaglutide)	2,978	3,566	4,065	4,421	4,672	4,875	5,112			
Byetta/Bydureon (exenatide)	730	731	734	742	747	754	759			
Lyxumia (lixisenatide)	59	74	68	76	83	102	108			
Tanzeum (albiglutide)	52	22	17	14	10	6	4			
Ozempic (semaglutide)	214	908	1,769	2,588	3,273	3,974	4,677			
NN-9924 (oral semaglutide)				205	716	1,351	2,875			
exenatide biosimilars		7	20	42	63	83	105			
liraglutide biosimilars					307	1,446	1,653			
lixisenatide biosimilars						0				
albiglutide biosimilars					23	113	129			
dulaglutide biosimilars						284				
M/S (PedM/S 30% 가정)				1	3	5	10	15	10	
예상매출				111	377	743	1,777	3,198	7,150	
개발일정	3상개시	3상종료	허가	발매						
마일스톤		100	100	100		100	200			
로열티 (10% 가정)			11	38	74	178	320			
FCF (세율 10% 가정)		93	103	128	69	258	483	715		
A. NPV (WACC8.6% 가정)	2,360									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	369									
합산가치(A+B)	2,729									
Risk-adjusted NPV (성공률 19%가정)	1,493									
배분비율 고려 가치 (한미약품 70% 가정)	1,045									
합산 가치 (환율 1,150 원/달러)	1,202									
Share	11,386									
주당 가치 (원)	105,535									

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

## 6. HM15211 (LAPS-Triple Agonist)

### (1) HM15211 개요

HM15211 는 GLP-1, GIP, Glucagon 의 수용체를 동시에 활성화시키는 펩타이드 호르몬으로 기존의 Dual Agonist 의 적응증인 당뇨, 비만과 더불어 비알콜성지방간(NASH)까지 타깃 할 수 있는 파이프라인이다. 현재 전임상을 마치고 임상 1 상에 진입하였다. 2017년 9월 ADA(American Diabetes Association) 및 EASD(European Association for the Study of Diabetes)에서 발표한 HM15211 의 전임상 데이터에 따르면, 비만동물실험에서 Weekly GLP-1 요법 대비 우월한 비만치료 효과를 입증하였으며, NASH 및 파킨슨병 치료제로서 가능성을 보여주었다. 현재 진행 중인 임상 1 상은 비만환자 대상으로 미국에서 진행 중에 있으며, 2019년에 완료될 예정이다.

현재 개발 중인 GLP-1, GIP, Glucagon 타깃 Triple Agonist 는 노보노디스크(Novo Nordisk)의 NN-9423(비만, daily, 임상 1 상, 2018.9~2019.9)과 사노피의 SAR-441255(전임상, daily)뿐이다. HM15211은 경쟁 물질 대비 약효지속성(Weekly 제형)감안 시 충분히 경쟁력 있는 파이프라인이라고 판단된다.

그림25. HM15211 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global Data의 주요 NASH 치료제 및 Saxenda 매출추정치 적용
최대 시장점유율	단독개발 감안 5% 가정
개발 일정	2019년 임상 1상 종료, 2025년 허가 기대
마일스톤&로열티	계약금 1 억달러, 마일스톤 2 억달러, 로열티 10% 가정, 제조마진 15% 가정
할인률	WACC9.7% 가정:
가정(WACC)	평균 차입금리 2.2%, 무위험이자율 2.2%, Equity Risk Premium 8.3% (52주 평균 beta 1.219 적용)
법인세율	10%
영구성장률	비향암제 감안 -20% 적용
성공확률	비 향암제 임상 1상 성공확률 11.9% 적용

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림26. HM15211 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	...	'35F
NASH, 비만 시장	1,245	1,434	1,598	1,877	2,958	4,983	8,762	11,391		53,759
성장률		15.2	11.4	17.5	57.6	68.5	75.8	30.0		10.0
Saxenda (iraglutide)	518	652	759	869	972	1,004	1,069			
NASH Market	727	782	839	1,008	1,986	3,979	7,693			
M/S (Peck M/S 5% 가정)										5.0
예상매출										2688
개발일정	1상개시	1상종료	2상개시	2상종료	3상개시		3상종료	허가		
마일스톤		100			100			100		
로열티 (10% 가정)										
제조마진(15% 가정)										
FCF (세율 10% 가정)		90			90			90		605
A. NPV (WACC8.6% 가정)	1041.8									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	335.3									
합산가치(A+B)	1,377.1									
Risk-adjusted NPV (성공률 19%가정)	163.9									
배분비율 고려 가치 (한미약품 70% 가정)	114.7									
환산 가치 (환율 1,150 원/달러)	131.9									
Share	11,386									
주당 가치 (원)	11,587									

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

## II. 2019년 실적 전망

연결기준 4 분기 매출액 2,552 억원, 영업이익 70 억원(+398.8% y-y, 영업이익률 2.8%)을 시현할 것으로 전망된다. 모잘탄, 로벨리토, 로수젯 등 주요 전문의약품 매출의 꾸준한 성장이 매출성장을 주도할 것으로 판단된다. 다만 3 분기에 미집행된 연구개발비의 이연으로 영업이익률은 부진할 것으로 추정된다. 자회사인 북경한미는 최근 신제품 허가 및 병원 등의 매출처 확대로 실적 회복국면에 진입하는 추세이다. 한미정밀화학의 경우, 현재 제품 믹스 개편 중이며, 올해까지는 적자 추이를 보일 것으로 판단되며, 내년부터 이익개선이 기대된다.

2019년 또한 2018년과 비슷한 추세를 보일 것으로 전망한다. 주요 전문의약품 매출 호조 및 신제품 출시로 본업 매출액은 증가세를 유지할 것으로 전망된다. 다만 연구개발비의 지속적인 증가로 2019년도 이익 성장세는 제한적으로 판단된다. 연결기준 2019년 매출액 1조 385 억원(+6.3% y-y), 영업이익 803 억원(+7.4% y-y)을 시현할 것으로 전망된다. 그 외 HM12525A 임상 단계 진행으로 마일스톤 수취 시, 인식방법에 따라 이익성장은 가능할 것으로 판단된다.

그림27. 한미약품 분기별 요약손익계산서

구 분(단위: 십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018E	2019F	2020F
<b>매출액</b>	245.7	241.3	235.3	255.2	259.4	242.9	261.0	275.3	977.4	1,038.5	1,104.9
증감률(%y-y)	5.2	8.3	3.4	9.7	5.6	0.7	10.9	7.9	6.6	6.3	6.4
<b>한미약품(별도)</b>	179.7	191.7	181.9	196.4	186.3	186.7	203.5	212.4	749.7	789.0	838.5
제품	137.1	145.8	140.0	138.5	142.1	150.2	143.7	142.1	156.1	164.1	156.7
상품	30.1	31.4	29.7	39.7	31.0	32.3	30.6	40.9	32.9	34.3	32.5
기술로수익	9.2	11.1	9.2	15.0	10.0	1.0	26.3	26.3	87.3	87.3	116.0
기타	3.3	3.3	3.0	3.2	3.2	3.2	2.9	3.1	3.0	3.0	2.7
북경한미	67.2	51.4	55.1	60.6	73.9	56.5	57.9	63.6	234.3	252.0	264.6
한미정밀화학	20.1	20.6	20.6	20.2	21.1	21.6	21.6	21.2	81.5	85.5	89.8
연결조정	-21.3	-22.4	-22.3	-22.0	-22.0	-22.0	-22.0	-22.0	-88.0	-88.0	-88.0
<b>매출총이익</b>	141.9	133.4	132.0	143.8	145.0	136.3	146.5	154.3	551.1	582.2	619.8
증감률(%y-y)	5.6	6.3	-2.4	16.7	2.2	2.2	11.0	7.3	6.3	5.6	6.5
<b>매출총이익률(%)</b>	57.7	55.3	56.1	56.4	55.9	56.1	56.1	56.1	56.4	56.1	56.1
<b>영업이익</b>	26.3	19.9	21.5	7.0	23.1	19.0	22.4	15.9	74.8	80.3	79.9
증감률(%y-y)	-16.3	-7.4	-22.7	398.8	-12.0	-4.9	4.1	125.1	-9.0	7.4	-0.5
영업이익률(%)	10.7	8.3	9.1	2.8	8.9	7.8	8.6	5.8	7.6	7.7	7.2
<b>지배지분순이익</b>	7.7	13.4	5.6	5.6	12.8	9.2	12.2	6.5	32.3	40.8	40.4
증감률(%y-y)	-59.5	7.6	-72.8	-33.2	67.6	-31.3	118.0	15.8	-46.5	26.3	-0.9
순이익률(%)	3.1	5.6	2.4	2.2	5.0	3.8	4.7	2.4	3.3	3.9	3.7

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	658	705	740	773
현금 및 현금성자산	47	62	58	50
단기금융자산	93	65	68	70
매출채권	250	293	312	331
재고자산	232	248	263	280
비유동자산	1,003	1,060	1,071	1,079
유형자산	790	843	849	854
무형자산	46	50	55	58
자산총계	1,661	1,766	1,811	1,852
유동부채	639	551	560	565
매입채무	286	232	241	247
단기차입금	170	190	190	190
유동성장기부채	108	78	78	78
비유동부채	229	395	395	395
사채	50	165	165	165
장기차입금	146	190	190	190
부채총계	869	946	955	961
지배주주지분	712	734	765	795
자본금	28	28	28	28
자본잉여금	415	415	415	415
이익잉여금	285	312	347	382
기타자본항목	-16	-16	-16	-16
비지배주주지분	81	85	91	97
자본총계	792	820	856	892

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	917	977	1,039	1,105
증가율(%)	3.8	6.6	6.3	6.4
매출원가	398	426	456	485
매출총이익	518	551	582	620
판매비와관리비	436	476	502	540
연구개발비	151	161	171	182
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	82	75	80	80
증가율(%)	206.9	-9.0	7.4	-0.5
영업이익률(%)	9.0	7.6	7.7	7.2
이자수익	4	3	3	3
이자비용	11	14	14	14
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-18	-13	-13	-13
세전계속사업이익	59	53	58	58
법인세비용	-10	16	12	12
세전계속이익률(%)	6.4	5.4	5.6	5.2
당기순이익	69	37	47	46
순이익률(%)	7.5	3.8	4.5	4.2
지배주주귀속 순이익	60	32	41	40
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	64	32	42	42
지배주주귀속총포괄이익	60	32	41	40

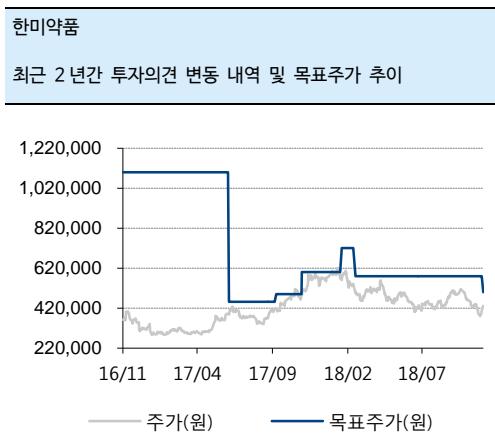
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-63	-54	67	63
당기순이익	69	37	47	46
유형자산감가상각비	32	37	44	45
무형자산상각비	5	5	6	6
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-153	-46	-37	-36
유형자산의 처분(취득)	-247	-90	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	-15	-10	-10	-10
금융상품의 증감	107	28	-3	-2
재무활동 현금흐름	138	144	-6	-6
단기금융부채의증감	93	20	-	-
장기금융부채의증감	145	44	-	-
자본의증감	-	1	-	-
배당금지급	-	-6	-6	-6
현금및현금성자산의증감	-83	15	-4	-8
기초현금및현금성자산	130	47	62	58
기말현금및현금성자산	47	62	58	50

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,414	2,837	3,583	3,549
BPS	63,754	64,493	67,172	69,819
CFPS	8,680	6,566	7,929	8,084
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	107.9	151.6	120.0	121.1
PBR	9.2	6.7	6.4	6.2
PCR	67.3	65.5	54.2	53.2
EV/EBITDA	57.8	46.0	41.5	41.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.8	4.5	5.4	5.2
EBITDA 이익률	12.9	12.0	12.5	11.9
부채비율	109.6	115.4	111.6	107.7
순부채비율	42.2	60.5	58.1	56.4
매출채권회전율(x)	3.5	3.6	3.4	3.4
재고자산회전율(x)	4.3	4.1	4.1	4.1

자료 : 한미약품, 하이투자증권 리서치센터



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-06-07(담당자변경)	Buy	451,000	6개월	-17.0%	-7.2%
2017-09-11	Buy	490,000	1년	-7.8%	3.1%
2017-11-02	Buy	600,000	1년	-6.5%	3.3%
2018-01-22	Buy	720,000	1년	-21.6%	-15.7%
2018-02-19	Hold	580,000	1년	-14.0%	-3.6%
2018-05-02	Buy	580,000	1년	-22.1%	-11.2%
2018-11-06(담당자변경)	Buy	500,000	1년		

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김재익)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

구분	매수	종립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-