



하나금융그룹

2019년 7월 4일 | Equity Research

한미약품 (128940)

얀센의 LAPS-GLP1/GCG 권리 반환. Triple에 대한 기대감은 유효

LAPS-GLP1/GCG 권리 반환

한미약품은 7월 3일 얀센이 개발하고 있었던 당뇨/비만 치료제인 LAPS-GLP1/GCG(HM12525A)의 권리가 반환되었다고 공시하였다. LAPS-GLP1/GCG는 2015년 11월 6일 9억 1,500만 달러 규모로 기술이전이 된 물질로, 이번 반환으로 이미 수령된 계약금 1억 500만 달러는 반환하지 않는다. 한미약품에 의하면 최근 얀센이 완료한 2개의 비만 환자 대상 임상 2상 시험에서 1차 평가지표인 체중감소는 목표치에 도달(두 자릿수 정도의 체중감소 효과 입증)하였으나, 당뇨가 동반된 비만환자에서의 혈당 조절이 얀센 내부 기준에 미치지 못하여 권리 반환을 결정하였다고 명시하였다. 한미약품은 얀센이 권리 반환을 통보하였으나, 이번 임상 2상 결과를 통해 비만 치료제로서의 효과는 충분히 입증됐다면서 향후 내부검토를 통해 빠른 시일 내 개발방향을 확정할 계획이라고 밝혔다.

LAPS-Triple agonist에 대한 우려의 시선

이번 LAPS-GLP1/GCG의 반환으로 현재 한미약품이 임상 1상을 진행하고 있는 LAPS-Triple agonist에 대해서도 효과가 미미할 수도 있다는 시장의 우려가 존재한다. 그러나 한미약품처럼 지속형 GLP1/GCG dual agonist를 개발하고 있는 OPKO사는 지난 3월 ENDO 학회에서 지속형 GLP1/GCG (OPK88003)가 당뇨와 비만에 모두 효과가 있음을 임상 2상을 통해 증명하였다. 같은 dual agonist더라도 물질 자체가 다르면, 임상에서 서로 다른 결과가 나올 수도 있기 때문에 dual agonist의 임상에서의 유효성 부족이 LAPS-Triple agonist의 효능 부족을 의미하지는 않는다. LAPSCOVERY 기술에 대한 우려도 존재하는데 LAPSCOVERY 기술은 지속형과 관련된 플랫폼 기술일 뿐 각각 물질에 대한 유효성과는 상관이 없다. 이미 LAPSCOVERY 기술은 1주일간 지속됨을 다양한 임상을 통해 확인한 바 있다.

목표주가 50만원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

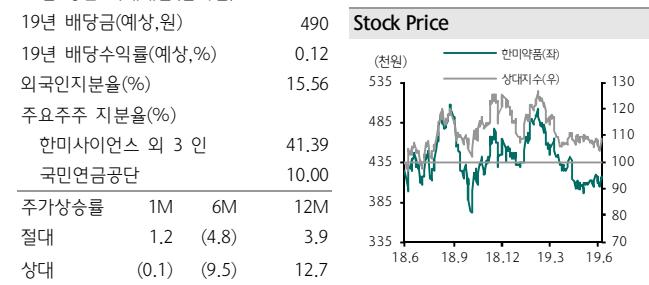
이번 얀센의 기술반환으로 한미약품의 기업가치 하락은 불가피하다. 기존에 부여하였던 약 8,140억원 규모의 LAPS-GLP1/GCG 파이프라인 가치를 제외, 한미약품의 목표주가를 50만원으로 하향 조정한다.

위에서 언급한 바와 같이 LAPS-GLP1/GCG의 기술반환은 LAPS-Triple agonist의 가치에 영향을 주지는 않는다. 3분기 관련학회(9월 16일 개최되는 유럽당뇨학회, EASD)에서의 LAPS-Triple agonist의 임상 1상 결과 발표에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 투자자들의 냉철한 판단이 필요한 시점이다. 투자의견은 BUY 유지한다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 500,000원(하향) | CP(7월 3일): 414,500원

Key Data		Consensus Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,096.02	2019	2020
52주 최고/최저(원)	505,315/372,363	매출액(십억원)	1,085.2 1,165.4
시가총액(십억원)	4,813.3	영업이익(십억원)	74.9 85.7
시가총액비중(%)	0.40	순이익(십억원)	44.1 51.8
발행주식수(천주)	11,612.2	EPS(원)	3,117 3,815
60일 평균 거래량(천주)	25.3	BPS(원)	63,151 66,219
60일 평균 거래대금(십억원)	10.6		
19년 배당금(예상,원)	490		
19년 배당수익률(예상, %)	0.12		
외국인지분율(%)	15.56		
주요주주 지분율(%)			
한미사이언스 외 3 인	41.39		
국민연금공단	10.00		
주가상승률 1M 6M 12M	1.2 (4.8) 3.9		
절대	(0.1) (9.5)		
상대	12.7		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	916.6	1,016.0	1,063.4	1,115.0	1,172.3
영업이익	십억원	82.2	83.6	72.8	70.7	102.0
세전이익	십억원	58.8	50.4	52.7	49.2	78.3
순이익	십억원	60.4	24.9	27.7	26.5	42.8
EPS	원	5,204	2,144	2,383	2,284	3,684
증감률	%	159.0	(58.8)	11.1	(4.2)	61.3
PER	배	110.10	216.46	173.94	181.51	112.52
PBR	배	9.15	7.44	6.45	6.27	5.98
EV/EBITDA	배	58.47	45.13	43.44	43.21	34.30
ROE	%	8.81	3.52	3.87	3.60	5.59
BPS	원	62,645	62,395	64,291	66,087	69,283
DPS	원	481	490	490	490	490



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

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

한미약품 목표주가 하향

목표주가 50만원 하향
투자의견 BUY 유지

한미약품에 대해 목표주가 500,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 500,000원은 SOTP 방식으로 기존 한미약품의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 한미약품 파이프라인의 가치를 합산하여 산정하였다. 단 이번에 반환된 LAPS-GLP1/GCG에 대해서는 기존에 부여했던 8,140억원의 가치는 제외시켰다.

표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 의약품 영업가치	1,577.7	
2019년 예상 매출액	798.5	
P/S 배수	2.0	KOSPI 상위제약사 평균 P/S 2.0 적용
연결 자회사	709.3	
북경한미약품공사	482.6	한미약품 지분율 73.7%
2019년 1분기 자본	244.3	
P/B 배수	2.7	중국 제약업종 평균 P/B
한미정밀화학	226.7	한미약품 지분율 63.0%
2019년 1분기 자본	83.7	
P/B 배수	4.3	KOSPI 의약품 P/B
파이프라인 가치	3,257.9	
LAPS-GLP1	673.7	
LAPS-GLP1/GCG	0.0	
LAPS-GCSF	636.1	
HM95573	225.2	
Poziotinib	300.2	
LAPS-hGH	256.7	
LAPS-Tri agonist	396.7	
LAPS-Insulin	588.0	
Oraxol	181.3	
플랫폼 기술 가치	800.0	
Lapscovery	500.0	
Orascovery	300.0	
순부채	531.4	
자사주	28.9	
적정자본가치	5,842.4	
주식 수(1,000주)	11,612.2	
적정주가	503,129	

자료: 하나금융투자

LAPS-Triple agonist에 대한 기대감은 유효

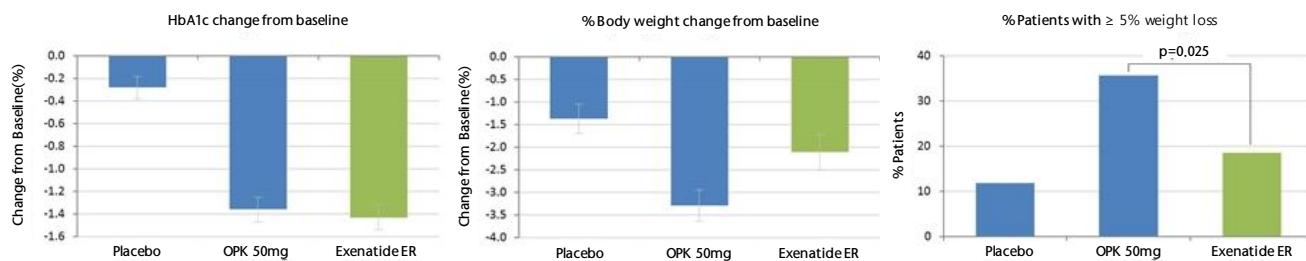
이번 반환과 LAPS-Triple agonist의 관련성은 없음

이번 LAPS-GLP1/GCG의 반환으로 현재 한미약품이 임상 1상을 진행하고 있는 LAPS-Triple agonist에 대해서도 효과가 미미할 수도 있다는 시장의 우려가 존재한다. 그러나 한미약품처럼 지속형 GLP1/GCG dual agonist를 개발하고 있는 OPKO사는 지난 3월 ENDO(내분비학회)학회에서 지속형 GLP1/GCG(OPK88003)가 당뇨와 비만에 모두 효과가 있음을 임상 2상을 통해 증명하였다. 같은 dual agonist더라도 물질 자체가 다르면, 임상에서 서로 다른 결과가 나올 수도 있기 때문에 dual agonist의 임상에서의 유효성 부족이 LAPS-Triple agonist의 효능 부족을 의미하지는 않는다.

NASH에 대한 글로벌 제약사들의 니즈 고려 시 LAPS-Triple agonist의 기대감은 여전히 유효

한미약품은 3분기 관련학회(9월 16일 개최되는 유럽당뇨학회, EASD)에서 LAPS-Triple agonist의 임상 1상 결과를 발표할 예정이다. 비알콜성 지방간(NASH) 환자들을 대상으로 안전성과 PK(1주일간 약효가 지속되는지 확인하는 약동력학 시험) 데이터를 발표할 것으로 예상된다. 최근 유한양행의 YH25724가 전임상이라는 초기 단계 물질임에도 불구하고 베링거인겔하임으로 약 1조원 규모(계약금 460억원)로 기술이전 되었음을 감안할 때 NASH에 대한 글로벌 제약사들의 니즈는 매우 높다고 볼 수 있다. LAPS-Triple agonist의 임상 1상 결과 발표에 대한 기대감은 여전히 유효하다.

그림 1. OPKO사의 지속형 GLP1/GCG 임상 2상 결과



주: Exenatide ER은 지속형 GLP1인 바이듀리온(Bydureon)

자료: OPKO, 하나금융투자

표 2. 한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전사	적용증	현재 임상진행 현황	1H19	2H19
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	글로벌 임상 3상 진행		
벨바라페닙	제넨텍	항암제	국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여	ASCO에서 임상 1상 결과발표	
롤론티스	스펙트럼	호중구 감소증	미 FDA에 BLA 재신청서 제출 준비		미 FDA로 재신청서 제출 가능
포지오티닙	스펙트럼	항암제	글로벌 임상 2상 진행	EGFR 코호트 환자모집 완료	4분기 임상 2상 결과 발표
LAPS-Tri agonist	-	당뇨/비만	미국 임상 1상 진행		3분기 관련학회에서 임상 1상 결과발표
LAPS-Insulin	-	당뇨치료제	국내 임상 1상 진행 중	국내 임상 1상 완료	
LAPS-Glucagon	-	선천성 고인 슐린증, 비만	국내 임상 1상 진행 중		
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제	희귀의약품 지정 글로벌 임상 1상 진행 중		

자료: 하나금융투자

표 3. 한미약품 R&D 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
당뇨/비만 /비알콜성지방간염 (NASH)	HM14320 (LAPS Glucagon Combo) 비만/NASH/당뇨	HM15211 (LAPS Triple Agonist) NASH		Efpeglenatide (LAPS Exd4 Analog) 당뇨(사노피)
	HM14220 (LAPS Insulin Combo) 당뇨(사노피)	HM15136 (LAPS Glucagon Analog) 비만		
	HM12480 (LAPS Insulin148) 당뇨	HM12460A (LAPS Insulin) 당뇨		
		HM12470 (LAPS Insulin Analog) 당뇨		
항암제	HM21001 (GBM 유전자 세포치료제) 교모세포종	Belvarafenib (Pan-RAF Inhibitor) 고형암(GENENTECH)	Pozotinib (Pan-HER Inhibitor) 고형암(SPECTRUM/LUYE)	Rolontis™ (Eflapegrastim) 호중구감소증(SPECTRUM)
	BH2950 (HER2/PD-1 BsAb) 표적면역항암제 (북경한미/INNOVENT)	HM43239 (FLT3 Inhibitor) 급성골수성백혈병	Oratecan™ (Irinotecan+HM30181A) 고형암(ATHENEX)	Oraxol™ (Paclitaxel+HM30181A) 고형암(ATHENEX)
	BH1657 (PD-1/PD-L1 BsAb) 표적면역항암제(북경한미)		Oradoxel™ (Docetaxel+HM30181A) 고형암(ATHENEX)	
	BH2941 (PD-L1/CD47 BsAb) 표적면역항암제(북경한미)			
	LSD1 저해제 소세포폐암, 급성골수성백혈병			
자가면역질환	A2AR 길항제 고형암			
	BH1657 (TNFa/L BsAb) 자가면역질환			
희귀질환 및 기타	HM15136 (LAPS Glucagon Analog) 선천성 고인슐린증	Luminate® (Integrin Inhibitor) 망막색소변성증(ALLEGRO)	EfpegSomatropin (LAPS hGH) 성장호르몬 결핍증	
	HM15450 (LAPS ASB) 뮤코다당체 침착증		Luminate® (Integrin Inhibitor) 당뇨성 황반부종(ALLEGRO)	
	HM15910 (LAPS GLP-2 Analog) 단장증 후군			

자료: 한미약품, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	916.6	1,016.0	1,063.4	1,115.0	1,172.3
매출원가	398.2	475.0	477.5	510.1	501.7
매출총이익	518.4	541.0	585.9	604.9	670.6
판관비	436.2	457.3	513.1	534.2	568.5
영업이익	82.2	83.6	72.8	70.7	102.0
금융손익	(5.6)	(18.2)	(18.1)	(19.0)	(20.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(17.7)	(15.0)	(2.0)	(2.5)	(3.5)
세전이익	58.8	50.4	52.7	49.2	78.3
법인세	(10.1)	16.2	14.8	12.8	19.6
계속사업이익	69.0	34.2	38.0	36.4	58.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	69.0	34.2	38.0	36.4	58.7
비지배주주지분 순이익	8.5	9.3	10.3	9.9	15.9
지배주주순이익	60.4	24.9	27.7	26.5	42.8
지배주주지분포괄이익	58.7	19.2	26.2	25.1	40.5
NOPAT	96.3	56.7	52.4	52.3	76.5
EBITDA	118.6	130.8	125.2	126.7	159.4
성장률(%)					
매출액증가율	3.8	10.8	4.7	4.9	5.1
NOPAT증가율	(5.0)	(41.1)	(7.6)	(0.2)	46.3
EBITDA증가율	80.8	10.3	(4.3)	1.2	25.8
영업이익증가율	206.7	1.7	(12.9)	(2.9)	44.3
(지배주주)순이익증가율	159.2	(58.8)	11.2	(4.3)	61.5
EPS증가율	159.0	(58.8)	11.1	(4.2)	61.3
수익성(%)					
매출총이익률	56.6	53.2	55.1	54.3	57.2
EBITDA이익률	12.9	12.9	11.8	11.4	13.6
영업이익률	9.0	8.2	6.8	6.3	8.7
계속사업이익률	7.5	3.4	3.6	3.3	5.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	658.1	564.1	639.5	674.8	726.2
금융자산	140.4	98.7	150.3	161.2	186.2
현금성자산	47.3	67.3	117.5	134.9	158.6
매출채권 등	250.3	183.5	190.8	200.3	210.6
재고자산	232.1	247.8	262.6	275.8	289.9
기타유동자산	35.3	34.1	35.8	37.5	39.5
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,142.3	1,187.3	1,205.8
투자자산	71.7	70.9	18.5	19.3	20.3
금융자산	71.7	17.6	18.5	19.3	20.3
유형자산	790.1	900.3	964.3	995.9	1,006.6
무형자산	45.7	60.7	64.4	76.8	83.6
기타비유동자산	95.3	95.2	95.1	95.3	95.3
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,781.9	1,862.0	1,932.0
유동부채	639.2	435.0	454.2	464.3	481.6
금융부채	278.6	215.4	225.4	225.5	231.7
매입채무 등	285.6	173.4	181.5	190.3	200.1
기타유동부채	75.0	46.2	47.3	48.5	49.8
비유동부채	229.3	467.0	509.3	551.9	554.8
금융부채	197.7	416.3	456.3	496.3	496.3
기타비유동부채	31.6	50.7	53.0	55.6	58.5
부채총계	868.5	902.0	963.6	1,016.2	1,036.4
지배주주지분	711.7	703.3	725.2	746.1	783.2
자본금	27.9	28.5	28.5	28.5	28.5
자본잉여금	415.5	414.9	414.9	414.9	414.9
자본조정	(15.7)	(21.3)	(21.3)	(21.3)	(21.3)
기타포괄이익누계액	(1.2)	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
이익잉여금	285.3	287.8	309.8	330.7	367.8
비지배주주지분	80.7	86.0	93.1	99.7	112.4
자본총계	792.4	789.3	818.3	845.8	895.6
순금융부채	335.9	533.0	531.4	560.6	541.7

투자지표

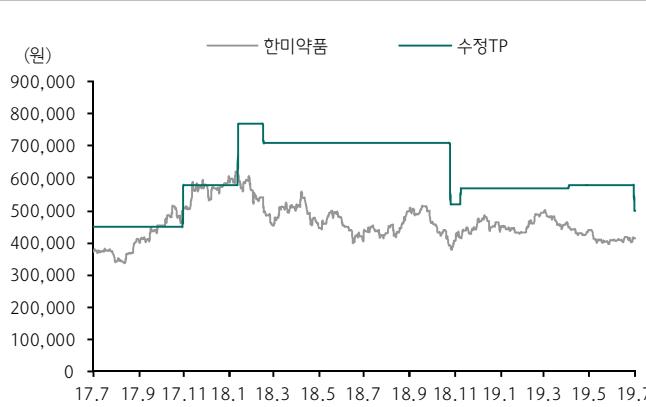
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,204	2,144	2,383	2,284	3,684
BPS	62,645	62,395	64,291	66,087	69,283
CFPS	10,713	13,114	10,590	10,547	13,711
EBITDAPS	10,215	11,261	10,780	10,908	13,728
SPS	78,933	87,491	91,577	96,023	100,951
DPS	481	490	490	490	490
주가지표(배)					
PER	110.1	216.5	173.9	181.5	112.5
PBR	9.1	7.4	6.4	6.3	6.0
PCFR	53.5	35.4	39.1	39.3	30.2
EV/EBITDA	58.5	45.1	43.4	43.2	34.3
PSR	7.3	5.3	4.5	4.3	4.1
재무비율(%)					
ROE	8.8	3.5	3.9	3.6	5.6
ROA	3.7	1.5	1.6	1.5	2.3
ROIC	10.6	5.0	4.1	3.9	5.5
부채비율	109.6	114.3	117.7	120.1	115.7
순부채비율	42.4	67.5	64.9	66.3	60.5
이자보상배율(배)	7.7	4.3	3.2	2.9	4.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(62.9)	26.0	77.6	79.1	108.3
당기순이익	69.0	34.2	38.0	36.4	58.7
조정	34.4	89.7	51.8	54.5	62.0
감가상각비	36.5	47.2	52.4	55.9	57.4
외환거래손익	6.8	(0.4)	4.5	3.5	4.5
지분법손익	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	(8.9)	42.3	(5.1)	(4.9)	0.1
영업활동 자산부채 변동	(166.3)	(97.9)	(12.2)	(11.8)	(12.4)
투자활동 현금흐름	(152.9)	(145.8)	(76.8)	(101.1)	(85.1)
투자자산감소(증가)	(28.4)	0.8	49.2	(4.1)	(4.2)
유형자산감소(증가)	(242.0)	(181.8)	(110.0)	(80.0)	(60.0)
기타	117.5	35.2	(16.0)	(17.0)	(20.9)
재무활동 현금흐름	137.7	140.4	44.3	34.3	0.5
금융부채증가(감소)	144.0	155.5	50.0	40.0	6.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.3)	(6.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	(9.0)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
현금의 증감	(83.1)	20.1	50.2	17.3	23.7
Unlevered CFO	124.4	152.3	123.0	122.5	159.2
Free Cash Flow	(310.0)	(156.3)	(32.4)	(0.9)	48.3

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.7.4	BUY	500,000		
19.4.7	BUY	580,000	-27.98%	-23.53%
18.11.12	BUY	570,000	-20.15%	-12.11%
18.10.29	BUY	520,000	-22.94%	-17.82%
18.2.19	BUY	710,000	-35.42%	-22.75%
18.1.16	BUY	770,000	-27.56%	-22.65%
17.11.3	BUY	580,000	-5.74%	4.89%
17.8.1	BUY	450,000	-10.38%	10.14%
17.5.2	BUY	350,000	4.36%	17.28%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 3일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 07월 04일 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 것입니다, 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.