

한미약품

HOLD(유지)

128940 기업분석 | 제약

목표주가(하향)	400,000원	현재주가(07/03)	414,500원	Up/Downside	-3.5%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2019. 07. 04

가지 많은 나무의 숙명

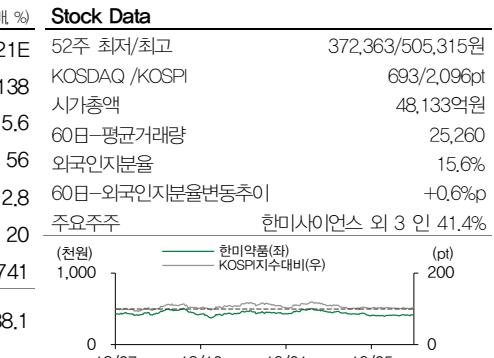
News

안센 기술수출 계약 해지: 한미약품은 2015년 11월 1조원 규모로 안센에 기술이전 됐던 GLP-1/GCG계열 비만당뇨치료제(HM12525A)의 권리가 반환됐다고 7/3일 공시했다. 기수령 계약금 1억 5백만달러는 반환하지 않는다. 안센이 최근 원료한 임상2상에서 1차 평가 지표인 체중 감소는 목표 치에 도달하였으나, 당뇨가 동반된 비만 환자에서의 혈당 조절이 내부 기준에 미치지 못하여 권리 반환을 결정했다고 밝혔다.

Comment

비만치료제로서도 개발 가능성은 낮다고 판단: 1차 평가지표인 체중감량에는 도달했으나, 평가지표에 포함되지 않았던 혈당개선에서는 안센 기준에서 임상적 유용성을 확인하지 못했다. 안센이 진행한 2개의 임상2상은 BMI(체질량지수) 35이상 환자를 대상으로 했다. 본 계열의 치료제는 BMI가 높을 수록 체중은 더 잘 빠지지만, 혈당강하능은 BMI 영향이 크지 않은 것으로 나타나고 있다. 높은 BMI에서도 혈당강하능이 부족했던 것으로 유추하면 기존 임상2상 기준보다 낮은 BMI 30 정도의 당뇨, 비만환자에서 유의미한 약효를 기대하기 어려울 수도 있다. 다른 GLP-1 단독 제제들이 체중 감소와 혈당강하를 동시에 달성하는 것에 비해 HM12525A의 경쟁력이 떨어진다고 판단한 것으로 추정된다. 한미약품은 아직 비만치료제로서의 가능성을 염두하고 있으나, 계약이 해지되었으므로 신약가치에서는 제외한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 백 %)			Stock Data		
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고		372,363/505,315원		
매출액	917	1,016	1,026	1,077	1,138	KOSDAQ /KOSPI		693/2,096pt		
(증가율)	3.8	10.8	1.0	5.0	5.6	시가총액		48,133억원		
영업이익	82	84	53	55	56	60일-평균거래량		25,260		
(증가율)	206.9	1.7	-36.6	2.9	2.8	외국인자본율		15.6%		
자배주주순이익	60	25	25	18	20	60일-외국인자본율변동주이		+0.6%p		
EPS	5,204	2,144	2,179	1,546	1,741	주요주주	한미사이언스 외 3 인	41.4%		
PER (H/L)	112.2/48.7	288.4/168.5	190.2	268.2	238.1	(천원)				
PBR (H/L)	9.5/4.1	10.2/6.0	6.7	6.5	6.4	1,000				
EV/EBITDA (H/L)	59.5/28.5	57.7/37.8	49.8	46.1	44.9	한미약품(최)		(pt)		
영업이익률	9.0	8.2	5.2	5.1	4.9	KOSPI지수대비(우)				
ROE	8.8	3.5	3.5	2.5	2.7					



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.2	-10.9	3.9
상대기준	-0.1	-6.3	12.7

다른 파이프라인의 결과는 지켜보자: 랩스커버리 기술을 이용한 또 다른 GLP-1제제 Etpoglelenatide는 사노피 주도로 임상3상을 진행중이다. HM12525A는 Etpoglelenatide가 그대로 더해진 이중작용제는 아니기 때문에 두 약물을 연관지어 결과를 예단할 필요는 없다. 이번 계약해지 영향으로 Etpoglelenatide의 신약가치 조정은 하지 않는다. 다만, Etpoglelenatide의 Exendin-4 골격이 약점이 될 수 있다는 판단은 유지한다. 임상3상 진행상황과 사노피의 포트폴리오 전략을 주시할 필요가 있다.

■ Action

목표주가 400,000원으로 하향, Hold 유지: HM12525A에 해당하는 파이프라인가치 1,730억원을 제외하며, 영업가치는 기술이전 계약전 평균 PSR 1.7배를 적용하여 하향조정 한다. 앤센 입장에서는 1억달러를 투자해 결과를 확인해보고 싶을 만큼 매력적인 파이프라인이다. 계약 해지는 아쉬우나 한미약품의 R&D 역량은 높이지는 중이다. 반드시 투자해야 할 기업이지만 지금은 지켜볼 시기다. 아직은 열매보다 가지가 많은 나무로 표현할 수 밖에 없다.

도표 1. 한미약품 Valuation(목표주가 400,000원으로 하향)

(단위: 십억원, 배, 원)

	2019E 매출액	적용 PSR	환산가치	비고
A. 영업가치	1,026	1.7	1,744	기술이전 계약전 평균 PSR
B. 신약가치(합)			2,864	
C. 당뇨병치료제 – GLP-1 작용제(에페글레나타이드)	832			사노피社 기술이전
D. 당뇨병/비만치료제 – GLP-1/GCG(HM12525A)	173			앤센社 기술이전
E. 호중구감소증치료제 – G-CSF(롤론티스)	399			스펙트럼社 기술이전
F. 표적항암제 – RAF 억제제(HM95573)	133			제넨텍社 기술이전
G. 그외 파이프라인	1,500			
H. 기업가치(A+B)			4,608	
I. 발행주식수(1,000주, 자기주식수 제외)			11,612	
J. 목표주가(H/I*1,000,000)			396,830	

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	658	564	636	668	701
현금및현금성자산	47	67	2	50	50
매출채권및기타채권	250	183	313	287	306
재고자산	232	248	226	246	260
비유동자산	1,003	1,127	1,076	1,044	1,011
유형자산	790	900	908	881	854
무형자산	46	61	55	49	45
투자자산	72	71	18	18	18
자산총계	1,661	1,691	1,712	1,711	1,712
유동부채	639	435	426	407	385
매입채무및기타채무	286	173	164	145	123
단기차입금및기타채	170	202	202	202	202
유동성장기부채	108	14	14	14	14
비유동부채	229	467	467	467	467
사채및장기차입금	196	415	415	415	415
부채총계	869	902	893	873	852
자본금	28	28	29	29	29
자본잉여금	415	415	415	415	415
이익잉여금	285	288	307	320	334
비자본주자분	81	86	95	102	110
자본총계	792	789	819	838	860

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-63	26	-19	93	53
당기순이익	69	34	35	25	28
현금유동이없는비용및수익	55	118	60	79	79
유형및무형자산상각비	36	47	57	64	66
영업관련자산부채변동	-166	-98	-130	-15	-60
매출채권및기타채권의감소	-16	59	-130	26	-19
재고자산의감소	0	0	22	-21	-13
매입채무및기타채무의증가	-3	3	-9	-19	-22
투자활동현금흐름	-153	-146	-19	-18	-26
CAPEX	-247	-182	-59	-32	-33
투자자산의순증	-28	1	53	0	0
재무활동현금흐름	138	140	-27	-28	-28
사채및차입금의증가	144	155	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	1	0	0
배당금지급	0	-9	-6	-6	-6
기타현금흐름	-5	-1	0	0	0
현금의증가	-83	20	-65	47	0
기초현금	130	47	67	2	50
기말현금	47	67	2	50	50

자료: 한미악풀, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	917	1,016	1,026	1,077	1,138
매출원가	398	475	457	484	516
매출총이익	518	541	569	594	621
판관비	436	457	517	539	565
영업이익	82	84	53	55	56
EBITDA	119	131	110	118	122
영업외손익	-24	-33	-35	-35	-34
금융순익	-6	-18	-20	-20	-19
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-18	-15	-15	-15	-15
세전이익	59	50	18	20	22
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	69	34	35	25	28
자비주주지분순이익	60	25	25	18	20
비자비주주지분순이익	9	9	9	7	8
총포괄이익	64	28	35	25	28
증감률(YoY)					
매출액	3.8	10.8	1.0	5.0	5.6
영업이익	206.9	1.7	-36.6	2.9	2.8
EPS	159.1	-58.8	1.7	-29.1	12.6

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

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	5,204	2,144	2,179	1,546	1,741
BPS	61,290	60,560	62,300	63,358	64,611
DPS	481	490	490	490	490
Multiple(배)					
P/E	110.1	216.5	190.2	268.2	238.1
P/B	9.3	7.7	6.7	6.5	6.4
EV/EBITDA	58.5	45.1	49.8	46.1	44.9
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.2	5.2	5.1	4.9
EBITDA마진	12.9	12.9	10.7	11.0	10.7
순이익률	7.5	3.4	3.4	2.3	2.4
ROE	8.8	3.5	3.5	2.5	2.7
ROA	4.2	2.0	2.0	1.4	1.6
ROIC	10.8	5.1	7.8	5.1	5.3
안정성및기타					
부채비율(%)	109.6	114.3	109.0	104.3	99.1
이자보상배율(배)	7.7	4.3	2.4	2.5	2.5
배당성향(배)	8.1	16.6	16.3	23.0	20.4

자료: 한미악풀, DB 금융투자 주: IFRS 연계기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임지자로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가로 신출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(15.5%), 중립(18.5%), 매도(0.0%)

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

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

한미악풀 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
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	-16.1 / -45				
18/10/31	Buy	500,000	-10.2 / -28				
19/01/30	Hold	450,000	-2.4 / 11.3				
19/07/04	Hold	400,000	- / -				

주: *는 담당자 변경