

한미약품 (128940)

제약/바이오



서미화

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	410,000원 (D)
현재주가 (7/30)	290,500원
상승여력	41%

시기총액	33,733억원
총발행주식수	11,612,184주
60일 평균 거래대금	157억원
60일 평균 거래량	46,011주
52주 고	505,315원
52주 저	286,500원
외인지분율	15.22%
주요주주	한미사이언스 외 3 인 41.39%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(28.1)	(33.1)	(28.6)
상대	(24.9)	(27.7)	(19.6)
절대(달력환산)	(29.8)	(34.0)	(32.4)

새로운 모멘텀이 필요하다

매출액 2,704억원(YoY +12.1%), 영업이익 231억원(YoY +15.9%)

2분기 연결기준 2,704억원(YoY +12.1%, 한미약품 2,154억원, 북경한미 564억원, 한미정밀화학 336억원), 영업이익 231억원(YoY +15.9%)로 추정치 및 컨센서스 대비 상회하였다. 영업이익 상승의 원인은 1) 대형 품목 아모잘탄(고지혈증 치료제), 에소메졸(위궤양 치료제) 등의 선전, 2) 한미정밀화학의 실적 개선, 3) 에페글레나타이드 R&D 비용감소로 정리할 수 있다. 6월 25일 사노피와 기술이전 수정계약 체결에 따라 에페글레나타이드 관련 R&D 비용이 감소(기준 1.5억 유로에서 1억유로로 0.5억유로가 감소)되었다. 이로인해 19년 연간 연구개발비를 매출액 대비 20~25%, 에페글레나타이드 임상 3상 비용을 약 400억원으로 추정하였으나, 계약내용 변경으로 19년 연구개발비를 248억원 하향하여, 연간 연구개발비 비율은 매출액 대비 약 20% 수준으로 추정하였다.

자회사 한미정밀화학은 세파계항생제 원료 수출 증가로 양호한 매출성장세를 보였으며, MSD로 수바스타틴 원료수출에 따른 일회성 기술수익료의 영향도 포함되었다. 북경한미는 영업강화로 인한 마케팅 비용 증가, 신제품 및 팬텀바디 연구개발로 인한 R&D 비용 증가로 전년동기대비 영업이익이 감소(YoY -58%) 하였다.

하반기 임상 진행현황

호중구감소증치료제 롤론티스는 3월 BLA 신청 자진취하 후 자료보완 중으로 BLA 재신청에 대한 기대감은 유효하다. 이외에도 Triple agonist(HM15211), Oraxol, 포지오티닙에 대한 임상 결과 발표가 기대된다. 포지오티닙은 임상 2상 코호트 3가지(Cohort 5 (Expansion Study), Cohort 6 (EGFR osimertinib failures), Cohort 7 (Atypical EGFR or HER2 mutations))를 추가하였다. 폐암환자대상 2차치료제 임상 시험(cohort1)에 대한 중간결과발표는 4Q19 예상된다. Triple agonist(HM15211)는 NASH(비알콜성 지방간염)환자 대상으로 1b상이 진행 중이며 3분기 임상 종료가 예상된다. 하반기 다수의 파이프라인 임상 진행에 대한 업데이트는 있을 것으로 예상되나, 기술반환에 대한 주가하락의 분위기를 반전시킬만한 이벤트로는 부족할 것으로 보인다. 특히, 한미약품의 주요 플랫폼 기술인 램스커버리 기술을 이용한 파인프라인의 기술 반환으로 플랫폼기술에 대한 불확실성 해결이 필요한 상황으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

	(억원, %)				
	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,704	12.1	-1.5	2,600	4.0
영업이익	231	15.8	-10.9	167	38.2
세전계속사업이익	311	35.7	44.8	133	133.6
지배순이익	209	55.5	63.7	105	98.7
영업이익률 (%)	8.5	+0.2 %pt	-0.9 %pt	6.4	+2.1 %pt
지배순이익률 (%)	7.7	+2.1 %pt	+3.1 %pt	4.0	+3.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2017A	2018A	2019F	2020F
결산 (12월)				
매출액	9,166	10,160	10,790	11,738
영업이익	822	836	756	796
지배순이익	604	249	531	562
PER	71.9	218.6	62.7	59.2
PBR	6.1	7.7	4.4	4.1
EV/EBITDA	40.0	46.2	31.3	30.5
ROE	8.8	3.5	7.3	7.2

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 41만원으로 하향

2019년 7월 4일, 2015년 11월 6일 안센에 기술이전했던 비만/당뇨치료제(Dual agonist(JNJ-64565111))권리 반환이 결정되었다. 기 수령 계약금 1.05억달러는 반환하지 않는다(총 9.15억달러, 로열티 별도의 계약 건). 19년 5월 완료된 두 개의 임상 2상 시험(고도비만환자 대상/당뇨병성 비만환자 대상)에서 1차 평가 지표인 체중 감소는 목표치에 도달하였으나, 당뇨병성 비만 환자 대상의 임상에서 혈당 조절이 얀센의 내부 기준에 미치지 못하여 권리 반환이 결정되었다. 두 개의 임상 시험에서 1차 지표인 체중감소지표는 충족된 것으로 임상 실패가 아닌 자체 기준에 미달한 것이다. 비만약으로써의 효과는 입증한 것으로 고도비만환자 대상의 임상결과는 활용가능성이 있다고 판단된다. 계약금 반환조건이 아니므로 재무적인 부분에서는 달라지는 것은 없으나, 신약가치에 반영하였던 HM12525A의 가치 5,621억원을 제외하여 목표주가를 하향하였다.

[표 1] 한미약품 실적 현황

(단위: 억원)

	2Q19P	QoQ	1Q19	YoY	2Q18
매출액	2,704	-1.5%	2,746	12.1%	2,413
영업이익	231	-10.9%	259	15.9%	199
세전이익	311	44.4%	215	35.3%	229
당기순이익	204	18.0%	173	42.0%	144

자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한미약품 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,457	2,413	2,353	2,937	2,746	2,704	2,579	2,760	10,160	10,790	11,738
YoY	5%	8%	3%	26%	12%	12.1%	9.6%	-6.0%	10.8%	6.2%	8.8%
한미약품	1,797	1,916	1,819	2,418	2,049	2,154	1,965	2,117	7,950	8,285	8,906
북경한미	672	514	551	546	703	564	606	601	2,283	2,474	2,597
한미정밀	201	206	206	240	238	336	208	242	853	1,024	1,024
영업이익	263	199	215	159	260	231	155	110	836	755	796
YoY	-16%	-8%	-23%	1026%	-1%	16.1%	-28.0%	-30.6%	1.5%	-9.7%	5.4%
영업이익률	11%	8%	9%	5%	9%	8.5%	6.0%	4.0%	8.2%	7.0%	6.8%
당기순이익	112	144	134	-49	175	204	106	76	342	562	553
YoY	-54%	19%	-42%	-154%	56%	41.8%	-20.8%	-255.4%	-50.3%	64.3%	-1.4%

자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 사노피와 기술이전 수정계약(한미약품 부담 공동연구비 감액관련)

	기준	변경
당사 부담 공동연구비(총 연구비의 25%) 상한액	EUR 150,000,000	EUR 100,000,000 (EUR 50,000,000 감액)
공동연구비 지급시기 연기 및 방식조정	매 분기 익월 말 청구 및 지급	위 계약변경에 따라 당사가 부담하는 공동연구비 EUR 100,000,000 중 기자급된 EUR 31,496,375를 제외한 EUR 68,503,625에 대하여 EUR 40,000,000는 ① 2022년 9월 또는 ② FDA에 에페글레나타이드(efpeglenatide) BLA(생물의약품 허가신청) 신청일 중 빠른 날 청구하고, 15일 이내에 지급하기로 하며, 나머지 EUR 28,503,625는 ① 2023년 9월 또는 ② FDA의 에페글레나타이드(efpeglenatide) 승인일 중 빠른 날 청구하고, 15일 이내에 지급하기로 함

자료: 한미약품, 유인티증권 리서치센터

[표 4] 한미약품 주요 파이프라인

구분	품목명	적응증	현재 개발 단계	라이센싱	임상 진행 업데이트
바이오신약	롤론티스	호중구감소증	임상 3상	Spectrum	BLA 재신청 위한 자료 보완 중
	에페글레나타이드	당뇨/비만	임상 3상	Sanofi	2021년 원료 예상
	Efpegsonatropin	성장호르몬결핍증	임상 2상		
	HM12470	당뇨	임상 1상	권리반환(Sanofi)	
	HM12460A	당뇨	임상 1상		
	Dual agonist(HM12525A)	당뇨/비만	임상 2상	권리반환(Janssen)	
	HM14220	당뇨	임상 1상	Sanofi	
	Triple agonist(HM15211)	비만/NASH	임상 1상		3Q19 종료 예상
	FLT3 항암제(HM43239)	급성골수성백혈병	임상 1상		국내/미국 2월 개시
합성신약	LAPS-glucagon(HM15136)	선천성 고인슐린증/비만	임상 1상(국내)		4Q19 임상 2상 개시 예정
	Oraxol	전이성유방암	임상 3상	Athenex	1Q19 환자모집완료 19년 중반 3상 top-line 결과(8월)
	BTK inhibitor	류마티스관절염	임상 2상 중단	권리반환(Eli Lilly)	
	Luminate	망막질환	임상 2상	Allegro	
	포지오티닙	비소세포성폐암 전이성유방암	임상 2상	Spectrum	1H19 중국 임상 2상 IND 제출 예정
	Oratecan	대장암	임상 1상	Athenex	
	KX2-391	각종고형암	임상 1상	Athenex	
	RAF 항암제	각종고형암	임상 1상	Genentech	2020년 1상 원료 예상

자료: 한미약품, 유인티증권 리서치센터

한미약품 (128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	9,166	10,160	10,790	11,738	12,939
매출원가	3,982	4,750	4,811	5,251	5,822
매출총이익	5,184	5,409	5,979	6,487	7,116
판관비	4,362	4,573	5,224	5,691	6,340
영업이익	822	836	756	796	776
EBITDA	1,186	1,308	1,271	1,306	1,315
영업외손익	-233	-332	32	-5	44
외환관련손익	0	0	11	9	9
이자손익	-69	-152	-65	-15	35
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-164	-181	86	0	0
법인세비용차감전순손익	588	504	787	790	820
법인세비용	-101	162	228	237	246
계속사업순손익	690	342	560	553	574
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	690	342	560	553	574
지배지분순이익	604	249	531	562	583
포괄순이익	644	279	648	553	574
지배지분포괄이익	587	192	611	573	594

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,581	5,641	8,101	9,401	11,334
현금및현금성자산	473	673	2,576	3,593	5,023
매출채권 및 기타채권	2,503	1,835	2,076	2,212	2,430
재고자산	2,321	2,478	2,645	2,792	3,077
비유동자산	10,028	11,271	11,371	11,661	11,922
유형자산	7,901	9,003	9,545	9,890	10,199
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	717	709	166	166	166
자산총계	16,609	16,912	19,472	21,062	23,256
유동부채	6,392	4,350	6,513	7,537	9,205
매입채무 및 기타채무	2,856	1,734	2,339	2,362	3,030
단기차입금	1,702	2,015	3,706	4,706	5,706
유동성장기부채	1,083	138	438	438	438
비유동부채	2,293	4,670	4,493	4,493	4,493
장기차입금	1,464	2,166	1,957	1,957	1,957
사채	499	1,979	1,986	1,986	1,986
부채총계	8,685	9,020	11,006	12,029	13,697
지배지분	7,117	7,032	7,532	8,038	8,564
자본금	279	285	290	290	290
자본잉여금	4,155	4,149	4,143	4,143	4,143
이익잉여금	2,853	2,878	3,350	3,855	4,382
비지배지분	807	860	934	995	995
자본총계	7,924	7,893	8,467	9,032	9,559
순차입금	3,357	5,329	5,160	5,143	4,713
총차입금	4,761	6,316	8,200	9,200	10,200

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-629	260	318	376	850
당기순이익	690	342	560	553	574
감가상각비	318	412	455	455	491
외환손익	68	-4	-8	-9	-9
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1,663	-979	-1,036	-997	-573
기타현금흐름	-43	489	348	374	367
투자활동 현금흐름	-1,529	-1,458	-1,333	-943	-943
투자자산	-2	209	-306	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,471	-1,823	-739	-800	-800
유형자산 감소	51	5	1	0	0
기타현금흐름	893	150	-289	-143	-143
재무활동 현금흐름	1,377	1,404	1,636	895	895
단기차입금	931	232	1,782	1,000	1,000
사채 및 장기차입금	512	1,319	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-90	-91	-91	-91
기타현금흐름	-66	-57	-55	-14	-14
연결범위변동 등 기타	-51	-5	1,283	688	628
현금의 증감	-831	201	1,903	1,016	1,430
기초 현금	1,304	473	673	2,576	3,593
기말 현금	473	673	2,576	3,593	5,023
NOPLAT	963	836	756	796	776
FCF	-2,806	-1,763	-722	-730	-290

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

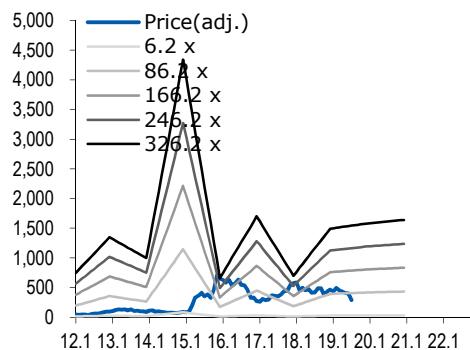
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,204	2,144	4,570	4,839	5,022
BPS	61,574	60,886	65,207	69,582	74,140
EBITDAPS	10,626	11,485	10,949	11,245	11,328
SPS	78,933	87,491	92,917	101,080	111,422
DPS	481	490	490	490	490
PER	71.9	218.6	62.7	59.2	57.0
PBR	6.1	7.7	4.4	4.1	3.9
EV/EBITDA	40.0	46.2	31.3	30.5	30.0
PSR	4.7	5.4	3.1	2.8	2.6

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	3.8	10.8	6.2	8.8	10.2
영업이익 증가율 (%)	206.9	1.7	-9.6	5.3	-2.4
지배순이익 증가율 (%)	159.1	-58.8	113.2	5.9	3.8
매출총이익률 (%)	56.6	53.2	55.4	55.3	55.0
영업이익률 (%)	9.0	8.2	7.0	6.8	6.0
지배순이익률 (%)	6.6	2.5	4.9	4.8	4.5
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.9	11.8	11.1	10.2
ROIC	10.9	5.2	4.3	4.3	4.0
ROA	3.7	1.5	2.9	2.8	2.6
ROE	8.8	3.5	7.3	7.2	7.0
부채비율 (%)	109.6	114.3	130.0	133.2	143.3
순차입금/자기자본 (%)	47.2	75.8	68.5	64.0	55.0
영업이익/금융비용 (배)	7.7	4.3	4.3	4.2	3.7

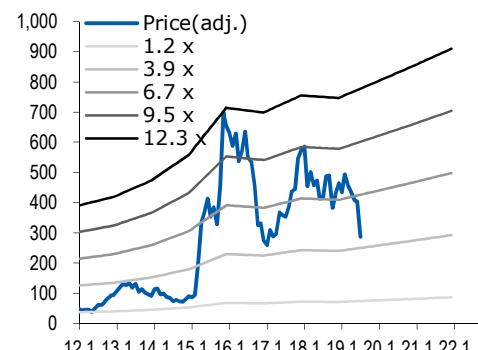
P/E band chart

(천원)



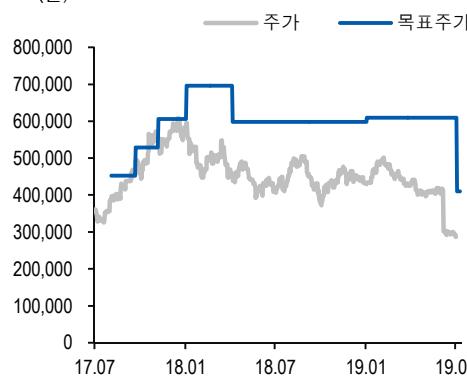
P/B band chart

(천원)



한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-31	BUY	410,000	1년		
2019-05-03	1년 경과 이후		1년	-37.48	-26.99
2018-05-03	BUY	598,529	1년	-27.78	-15.57
2018-01-30	BUY	696,648	1년	-34.47	-15.92
2017-12-04	BUY	606,327	1년	-6.87	0.33
2017-10-19	BUY	529,333	1년	-3.39	8.18
2017-08-31	BUY	452,339	1년	-7.00	3.40
담당자 변경					
2016-10-13	BUY	530,993	1년	-39.51	-22.70

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.