

한미약품 (128940)

기술료 수익 감소를 영업부문의 성장으로 상쇄

3분기부터 인식되지 않는 기술료

한미약품의 3분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 10% 가량 증가한 2,592억원, 영업이익은 전년대비 약 14% 감소한 184억원 (OPM, 7.1%)으로 추정된다. 2019년 4월 로슈와의 기술이전 계약으로 발생했던 계약금 인분인식 부분이 종료되면서, 3분기 인식되는 기술료는 없을 것으로 보인다. 이로 인해 전 제품의 고른 성장에도 불구하고 영업이익의 감소는 불가피한 상황으로 보인다. 다만 2분기 과도한 연구개발비 집행으로 26억원 영업이익만을 기록했던 북경한미가 3분기에는 정상화될 수 있을 것으로 보여 영업이익이 연결기준으로 예상했던 것만큼 감소액이 크지는 않을 것으로 보인다.

올해 내내 두 자릿수 성장률을 기록할 영업부문

기술료를 제외한 의약품 판매에 의한 영업부문의 성장률은 3분기에 약 17% 성장하면서 올해 내내 두 자릿수 성장률을 이어갈 것으로 보고 있다. 스테디셀러인 아모잘탄과 로수젯, 에스메졸의 견조한 성장률과 신제품인 아모잘탈 플러스의 고성장이 이어지고 있기 때문이다. 특히 한미약품의 경우 도입품목이 거의 없어 제품만으로 매출이 발생하고 있기 때문에 국내 다른 제약사들 대비 매출총이익률이 상대적으로 높다. 2018년 기준으로 도입비중이 큰 유한양행과 종근당의 경우 각각 27.2%와 39.7%이고 혈액제제 생산으로 혈액 원가가 높은 녹십자의 경우 GPM이 25.9%에 불과하다. 이에 비해 한미약품의 경우 GPM이 53.3%로 매출의 증가가 이익의 개선효과에 미치는 영향이 상대적으로 크다고 할 수 있다.

목표주가 46만원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지

스펙트럼사가 개발하고 있는 포지오티닙 2차 치료제 임상 2상 결과는 4분기 발표될 예정이며, 롤론티스는 BLA 준비중으로 역시 4분기 신청서를 제출할 수 있을 것으로 예상된다. 아테넥스가 개발 중인 오라솔의 경우 임상 3상의 1차 평가지표가 파클리탁셀 주사제와 비교 시 ORR로 비교우위를 증명하는 것인데 통계적으로 유의미하였고 안전성도 높았기 때문에 무리없이 2020년 1분기 NDA 신청서 제출이 가능할 것으로 보인다. LAPS-Triple agonist의 경우 EASD에서 전임상 데이터만 발표되었지만 올해 연내 임상 1상이 완료되면 2020년 상반기 임상 데이터 발표가 기대된다. NASH라고 하는 글로벌 니즈가 높은 적응증을 대상으로 새롭게 주요 타겟으로 부상한 GLP1에 대한 신약 후보물질이라는 점에서 임상결과 발표 시 기술이전에 대한 기대감을 갖기에 충분하다고 판단, 한미약품의 R&D는 모멘텀은 유효하다.

2015년 한미약품이 기술이전했던 물질들이 대부분 반환이 되면서 한미약품의 파이프라인 가치들을 재산정하여 목표주가를 46만원으로 하향, 투자 의견은 BUY 유지한다. 신약개발은 언제나 실패할 수 있기에 임상이 중단되거나 기술은 반환될 수 있다. 이로 인한 주가 조정은 불가피하지만, 보유하고 있는 기술력을 고려 시 한미약품의 현재 주가는 시장의 우려가 과도하게 반영된 것으로 사료된다. 중장기적 관점에서 한미약품의 R&D 가치를 고려 시 현재 주가는 저점 매수 유효구간이라 볼 수 있다.

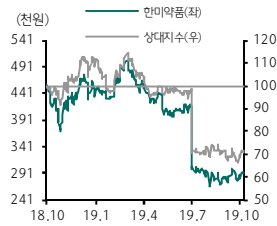
Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 460,000원(하향) | CP(10월 10일): 291,500원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,028.15		
52주 최고/최저(원)	501,000/267,500	매출액(십억원)	1,083.6 1,164.3
시가총액(십억원)	3,385.0	영업이익(십억원)	78.4 86.2
시가총액비중(%)	0.28	순이익(십억원)	50.4 52.6
발행주식수(천주)	11,612.2	EPS(원)	3,474 3,790
60일 평균 거래량(천주)	38.7	BPS(원)	63,684 66,998
60일 평균 거래대금(십억원)	11.1		
19년 배당금(예상, 원)	490		
19년 배당수익률(예상, %)	0.17		
외국인지분율(%)	15.30		
주요주주 지분율(%)			
한미사이언스 외 3인	41.39		
신동국 외 1인	9.13		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	5.8 (34.1) (34.2)		
상대	6.0 (27.8) (27.7)		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	916.6	1,016.0	1,100.2	1,153.7	1,212.4
영업이익	십억원	82.2	83.6	92.6	100.4	97.0
세전이익	십억원	58.8	50.4	79.9	76.0	72.9
순이익	십억원	60.4	24.9	41.9	41.0	39.8
EPS	원	5,204	2,144	3,610	3,531	3,431
증감률	%	159.0	(58.8)	68.4	(2.2)	(2.8)
PER	배	110.10	216.46	80.75	82.55	84.96
PBR	배	9.15	7.44	4.45	4.25	4.08
EV/EBITDA	배	58.47	45.13	27.63	25.98	26.02
ROE	%	8.81	3.52	5.81	5.42	5.03
BPS	원	62,645	62,395	65,518	68,561	71,505
DPS	원	481	490	490	490	490



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

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

한미약품 목표주가 하향

목표주가 46만원 하향
투자의견 BUY 유지

한미약품에 대해 목표주가 460,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 460,000원은 SOTP 방식으로 기존 한미약품의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 한미약품 파이프라인의 가치를 재 산정하여 합산하였다.

표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 의약품 영업가치	1,385.0	
2019년 예상 매출액	859.3	
P/S 배수	1.6	KOSPI 상위제약사 평균 P/S 1.6 적용
연결 자회사	892.8	
북경한미약품공사	689.1	한미약품 지분을 73.7%
2018년 2분기 자본	246.0	
P/B 배수	3.8	중국 제약업종 평균 P/B
한미정밀화학	203.7	한미약품 지분을 63.0%
2018년 2분기 자본	87.4	
P/B 배수	3.7	KOSPI 의약품 P/B
파이프라인 가치	2,816.3	
LAPS-GLP1	671.4	
LAPS-GLP1/GCG	0.0	
LAPS-GCSF	657.6	
HM95573	252.6	
Poziotinib	314.9	
LAPS-Tri agonist	458.5	
Oraxol	418.3	
HM43239	43.1	
플랫폼 기술 가치	800.0	
Lapscopy	500.0	
Orascopy	300.0	
순부채	510.8	
자사주	19.8	
적정자본가치	5,403.1	
주식 수(1,000주)	11,612.2	
적정주가	465,298	

자료: 하나금융투자

3분기 실적 프리뷰 및 연간 전망

3분기 매출액 2,592억원(YoY, 10%)
영업이익 184억원(YoY, -14%)

한미약품의 3분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 10% 가량 증가한 2,592억원, 영업이익은 전년 대비 약 14% 감소한 184억원(OPM, 7.1%)으로 추정된다. 이는 컨센서스 대비 매출액은 1.2% 상회, 영업이익은 5.3% 상회한 수치이다.

2019년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 8.3% 증가한 11,000억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며 영업이익은 전년대비 약 11% 증가한 926억원(OPM, 8.4%)을 기록할 것으로 예상된다.

표 2. 한미약품 3Q19 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	3Q19F	3Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	259.2	235.3	10.2	256.1	1.2
영업이익	18.4	21.5	(14.4)	17.5	5.3
세전이익	12.4	11.4	8.8	15.6	(20.8)
당기순이익	9.4	13.5	(29.8)	10.8	(12.5)
OPM %	7.1%	9.1%		6.8%	
NPM %	3.6%	5.7%		4.2%	

자료: 하나금융투자

표 3. 한미약품 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	245.7	241.3	235.3	293.7	274.6	270.4	259.2	296.0	1,015.9	1,100.2	1,153.7
YoY	5.2%	8.3%	3.4%	26.3%	11.8%	12.1%	10.2%	0.8%	10.8%	8.3%	4.9%
한미약품	179.6	191.7	181.9	241.8	205.0	215.4	201.3	237.6	795.0	859.3	897.3
YoY	0.8%	11.5%	4.3%	35.7%	14.1%	12.4%	10.7%	-1.8%	13.2%	8.1%	4.4%
영업	167.2	177.2	169.7	222.8	192.5	208.0	198.3	234.6	736.9	833.4	885.3
YoY	6.5%	16.6%	8.9%	34.4%	15.1%	17.4%	16.9%	5.3%	16.9%	13.1%	6.2%
기술료	9.2	11.1	9.2	15.2	10.9	5.0	0.0	0.0	44.7	15.9	0.0
YoY	-46.8%	-31.9%	-38.3%	64.9%	18.5%	-55.0%	-100.0%	-100.0%	-22.6%	-64.4%	-100.0%
복경한미	67.2	51.4	55.1	54.6	70.3	56.4	57.9	58.4	228.3	243.0	256.4
YoY	20.9%	3.9%	2.0%	-0.9%	4.6%	9.7%	5.0%	7.0%	6.6%	6.4%	5.5%
한미정밀화학	20.1	20.6	20.6	24.0	23.8	33.6	24.7	25.0	85.3	107.1	110.3
YoY	-8.4%	-17.4%	-2.4%	25.0%	18.4%	63.1%	20.0%	4.0%	-2.2%	25.5%	3.0%
기타	(21.2)	(22.4)	(22.3)	(26.7)	(24.5)	(35.0)	(24.7)	(25.0)	(92.7)	(109.2)	(110.3)
매출총이익	141.9	133.4	127.8	137.9	162.4	144.6	138.1	159.8	540.9	605.0	631.5
YoY	5.6%	6.3%	-5.5%	11.8%	14.5%	8.4%	8.1%	15.9%	4.3%	11.8%	4.4%
GPM	57.7%	55.3%	54.3%	56.0%	59.1%	53.5%	53.3%	54.0%	53.2%	55.0%	54.7%
판매관리비	115.6	113.5	106.3	122.0	136.5	121.5	119.7	134.7	457.3	512.4	531.1
YoY	12.2%	9.1%	-1.0%	0.1%	18.1%	7.0%	12.7%	10.4%	4.8%	12.0%	3.6%
판관비율	47.0%	47.0%	45.2%	41.5%	49.7%	44.9%	46.2%	45.5%	45.0%	46.6%	46.0%
경상개발비	41.9	42.8	36.7	44.5	55.9	37.6	39.7	48.8	165.8	182.0	199.2
YoY	14.7%	31.0%	-9.9%	3.5%	33.4%	-12.2%	8.2%	9.8%	8.5%	9.7%	9.5%
기타 판매관리비	73.7	70.7	69.6	77.5	80.6	83.9	80.1	85.8	291.5	330.4	331.8
YoY	10.8%	-0.9%	4.4%	-1.8%	9.4%	18.7%	15.1%	10.8%	2.9%	13.4%	0.4%
영업이익	26.3	19.9	21.5	15.9	25.9	23.1	18.4	25.2	83.6	92.6	100.4
YoY	-16.2%	-7.6%	-22.8%	1025.8%	-1.4%	16.1%	-14.4%	58.2%	1.7%	10.8%	8.5%
OPM	10.7%	8.2%	9.1%	5.4%	9.4%	8.5%	7.1%	8.5%	8.2%	8.4%	8.7%
당기순이익	11.2	14.4	13.4	(4.9)	17.3	20.4	9.4	10.3	34.2	57.5	56.3
YoY	-54.4%	19.2%	-41.1%	TR	54.0%	42.0%	-29.8%	CR	-50.5%	68.4%	-2.2%
NPM	4.6%	6.0%	5.7%	-1.7%	6.3%	7.6%	3.6%	3.5%	3.4%	5.2%	4.9%

자료: 하나금융투자

한미약품의 R&D 모멘텀

포지오티닙 4분기 임상 2상 발표 롤론티스 4분기 재신청서 제출 가능

스펙트럼사가 개발하고 있는 포지오티닙은 전이성 유방암과 EGFR의 Exon 20이 변이된 비소세포폐암 환자 대상으로 임상 2상이 진행 중에 있으며, 비소세포폐암 임상은 4개의 코호트를 대상으로 각각 독립적으로 진행되고 있다. 이 중 EGFR 2차 치료제 연구를 위한 환자 모집이 1월 초에 완료, 올해 4분기 그 결과가 발표될 예정이다. 그리고 이를 바탕으로 FDA와의 논의를 통해 신속승인(accelerated approval) 신청을 기대해 본다.

올해 3월 롤론티스를 개발하고 있는 스펙트럼사가 호중구감소증 치료제인 지속형 GCSF 롤론티스(Rolontis)의 BLA(생물의약품 허가신청)를 자진 철회한다라고 공시하였다. 한미약품의 R&D 모멘텀 중 하나인 롤론티스 시판허가 이슈는 내년 말로 다소 연기되었으나, 올해 4분기 롤론티스의 BLA 재신청서 제출은 가능할 것으로 예상된다.

아테넥스가 개발 중인 경구용 파클리탁셀인 오락솔 2020년 1분기 NDA 신청서 제출

아테넥스가 개발 중인 오락솔의 경우 임상 3상의 1차 평가지표가 파클리탁셀 주사제와 비교 시 ORR로 비교우위를 증명하는 것인데 통계적으로 유의미하였고 안전성도 높았기 때문에 무리없이 2020년 1분기 NDA 신청서 제출이 가능할 것으로 보인다. 임상 3상 결과 발표 이후 아테넥스의 주가가 급락하였는데 이는 2차 평가지표인 PFS와 OS가 통계적으로 유의미하지 않았기 때문이다. 그러나 생존율 증가를 비교하는 PFS와 OS 데이터는 장기간의 추적 관찰이 필요한 부분인데 이번에 발표된 것은 매우 premature한 데이터로 미 FDA에 신청서를 제출하는데 있어서는 1차 평가지표인 ORR을 만족시켰기 때문에 충분히 가능할 것으로 보인다.

연내 LAPS-Tri agonist 임상 1상 종료 기대 라이센싱 아웃 기대감 고조

한미약품이 미국에서 임상 1상을 진행하고 있는 LAPS-Triple agonist의 경우 EASD 학회에서 전임상 데이터만을 발표하였으나, NASH 동물모델에서 비알콜성 지방간(NASH) 관련 간 수치와 간섬유화 감소효과를 확인하였으며, 체중감소 효과도 우수함을 증명하였다. 임상 1상을 올해 연말 종료할 수 있을 것으로 예상되며, 관련 연구결과는 2020년 상반기 간염 내지는 당뇨/비만 관련 학회에서 발표할 예정이다. NASH라고 하는 글로벌 니즈가 높은 적응증을 대상으로 새롭게 주요 타겟으로 부상한 GLP1에 대한 신약 후모물질이라는 점에서 임상결과 발표 시 기술이전에 대한 기대감을 갖기에 충분하다고 판단된다.

작년 말 국내에서 임상 1상에 진입한 LAPS-Glucagon analog의 경우 기존 선천성 고인슐린증이라는 희귀질환 타겟에서 비만으로 적응증을 확대하였다. 전임상 결과 단독으로 32% 체중감량 효과(Liraglutide 단독투여 16.3% 감소)와 자누비아(DPP-4 저해제, 경구용 혈당강화제)와 병용시 약 47%에 이르는 체중감량 효과를 확인하였다.

표 4. 한미약품 R&D 모넨텀

물질명	기술이전 사	적응증	현재 임상진행 현황	2H19	1H20
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	글로벌 임상 3상 진행		
벨바라페닙	제넨텍	항암제	국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여		
롤론티스	스펙트럼	호중구 감소증	미 FDA에 BLA 재신청서 제출 준비	미 FDA로 재신청서 제출 가능	
포지오티닙	스펙트럼	항암제	글로벌 임상 2상 진행	4분기 임상 2상 결과 발표	
LAPS-Tri agonist	-	당뇨/비만	미국 임상 1상 진행	미국 임상 1상 완료	상반기 결과발표
LAPS-Glucagon	-	선천성 고인슐린증, 비만	국내 임상 1상 진행 중		
오락솔	아테넥스	항암제	미 FDA에 NDA 제출 준비 중		1분기 미 FDA에 NDA 신청서 제출
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제	희귀의약품 지정 글로벌 임상 1상 진행 중		

자료: 하나금융투자

표 5. 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™ (Efiapegrastim) 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			
	A2AR 길항제 고형암			
자가면역질환	BH1657 (TNFa/IL 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	HM15912 (LAPS GLP-2 Analog) 단장중후군	Luminate® (Integrin Inhibitor) 당뇨성 황반부종(ALLEGRO)	

자료: 한미약품, 하나금융투자

한미약품 파이프라인 가치

에페글레나타이드

에페글레나타이드의 rNPV

에페글레나타이드의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 1주 제형의 시장 점유율은 실질적인 1주 제형이라고 할 수 있는 트롤리시티가 14년도 시판된 이후부터 본격적으로 성장하는 것으로 가정하였다.
- 1주 제형의 시장 점유율은 과거 1일 제형인 Neupogen과 1주 제형 Neulasta의 시장점유율 추이를 참고하였다.
- 한미약품의 에페글레나타이드가 시장에 출시될 2022에는 이미 시장에 4개의 1주 제형의 지속형 GLP-1이 출시된 상황으로 후속제제임을 고려할 때 피크 점유율은 10%로 추정하였다.
- 성공확률은 내분비질환 임상 3상의 LOA인 62.4%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 로열티는 동사에서 언급한 두 자릿수라는 점에 근거하여 계산하였다.
- 사노피로 공급되는 공급가는 매출액의 20% 수준으로 가정. 일반적인 바이오의약품의 제조수익률은 약 70% 수준이나, LAPS의 경우 생산방식이 다소 복잡하기 때문에 60%로 가정. 전체 제조수익률은 12%로 가정하였다.
- 12월 29일 사노피와의 계약이 변경되면서 한미약품이 에페글레나타이드의 임상 3상 비용 중 25%를 부담할 것으로 예상됨에 따라 임상 개발비를 차감하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 2015년도 계약금 수취 당시 한미사이언스와의 수익배분율인 70%를 적용하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 6. 에페글레나타이드의 rNPV

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	...	31	32
GLP1 시장(백만달러)	3,139	3,501	4,128	4,915	5,798	6,694	7,622	8,520	9,444	10,316	11,144	11,805		12,417	12,145
GLP1 시장 성장률		11.5%	17.9%	19.1%	18.0%	15.5%	13.9%	11.8%	10.0%	9.0%	8.0%	8.0%		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	4,316	4,295		2,828	2,460
1회/1일 제형 GLP1 시장 성장률		2.4%	10.4%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%	-0.5%		-	-
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%	38.7%	36.4%		22.8%	20.3%
1회/1주 제형 GLP1 시장(백만달러)	449	745	1,087	1,631	2,283	2,968	3,711	4,453	5,254	6,042	6,828	7,511		9,589	9,685
1회/1일 제형 GLP1 시장 성장률		66.0%	45.9%	50.0%	40.0%	30.0%	25.0%	20.0%	18.0%	15.0%	13.0%	10.0%		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%	61.3%	63.6%		77.2%	79.7%
이벤트						복합제 출시	semaglutide 출시							주회 복합제 출시	
LAPS-GLP1 개발단계										1.0%	2.0%	2.5%			
LAPS-GLP1의 시장 점유율										60	137	188		8.0%	7.0%
LAPS-GLP1의 예상매출액					46	46	60	60						767	678
임상 3상 개발비 부담								162	162	162	162	324			
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	0.0	0.0	7.9	17.8	24.4		
로열티	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	0.0	7.3	16.4	22.5		99.7	88.1
제조수익	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	194.4	212.5	235.4	445.1		92.1	81.4
원화환산수익(십억원)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	155.5	170.0	188.3	356.1		230.1	203.4
세후이익(십억원)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	155.5	170.0	188.3	356.1		230.1	203.4
할인율	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%		0.32	0.29
현재 가치 환산(십억원)	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537		58.7	47.1
NPV	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537			
Terminal Value	-5%	298													
적정가치 (성공확률 62.4%)	62.40%	959													
한미약품의 귀속가치	70%	671.4													

자료: 하나금융투자

LAPS-Triple agonist

LAPS-Triple agonist의 rNPV

LAPS-Triple agonist의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 글로벌 NASH 치료제 시장은 현재 개발되고 있는 파이프라인의 출시시점에 맞춰서 2020년 시장이 비로소 열릴 것으로 가정하였다 (출처: EvaluatePharma). 2020년 3,700만 달러에 불과한 시장은 2024년 약 37억 달러 규모로 확대될 것으로 예상된다.
- LAPS-Triple agonist는 현재 임상 1상이 진행 중으로 연내 임상 1상을 종료할 것으로 예상된다. 개발 단계를 고려할 때 2024년경 출시 가능할 것으로 예상하였다.
- 전체 기술이전 규모는 올해 7월 Fc를 이용 지속형 물질로 GLP-1/FGF21 이중 길항제인 유한양행의 YH25724가 GLP-Tox 단계에서 베링거인겔하임사로 8억 7,000만 달러로 기술이전 된 점을 감안, 임상 1상 완료 이후 LAPS-Triple agonist가 기술이전 된다면 이보다 더 큰 규모로 기술이전 될 가능성이 높다고 판단, 기술이전 규모는 약 10억 달러로 산정하였다. 이중 계약금은 10% 수준인 1억 달러로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 출시 이후 LAPS-Triple agonist의 시장 점유율에 의한 매출은 GLP1 계열로 최초로 비만치료제로 허가받은 삭센다(Saxenda)의 매출증가를 참고하여 추정하였다.
- 성공확률은 대사질환 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 14.5%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 7. LAPS-Triple agonist의 rNPV

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	
NASH 치료제 시장(백만달러)		37	211	716	1,745	3,665	6,596	9,895	12,863	15,436	17,751	19,526	21,088	22,564	
YoY(%)			465%	239%	144%	110%	80%	50%	30%	20%	15%	10%	8%	7%	
LAPS-Triple agonist 개발 단계		1상완료 /2상개시	2상완료 /3상개시	3상 완료	BLA 제출	승인/ 시판									
LAPS-Triple agonist의 시장 점유율						1.0%	2.5%	3.0%	5.0%	6.0%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
LAPS-Triple agonist의 예상매출액						37	165	297	643	926	1,420	1,953	2,109	2,256	
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	10억 달러가정	100		200		200	200	100		100		100			
로열티	13%로가정						33.0	59.4	128.6	185.2	284.0	390.5	421.8	451.3	
원화환산수익(십억원)	1,200원가정	120.0		240.0		240.0	279.6	191.2	154.4	342.3	340.8	588.6	506.1	541.5	
세후이익(십억원)	법인세율20%가정	96.0		192.0		192.0	223.7	153.0	123.5	273.8	272.7	470.9	404.9	433.2	
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	0.29
현재 가치 환산(십억원)		88.0	0.0	178.7	0.0	181.0	211.9	145.7	118.1	263.0	262.8	455.4	392.8	421.4	
NPV		3,514													
Terminal Value	-5%	795													
적정가치 (성공확률 14.5%)	14.5%	509													
한미약품의 귀속가치	90%	458.5													

자료: 하나금융투자

포지오티닙

포지오티닙의 rNPV

포지오티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

1) 폐암치료제

- 2017년 미국에서 폐암 신규환자 수는 222,500명으로 매년 약 3%씩 증가한다고 가정하였다.
- 폐암 환자 중 비소세포폐암 환자의 비율은 85%, 이중 EGFR 유전자 변이 환자 비율은 20%로 알려져 있다.
- 포지오티닙은 비소세포폐암의 EGFR 유전자 변이 환자 중 Exon 20 유전자 변이를 보유한 환자에서 우월한 약효를 보였는데, 전 세계 EGFR 변이 비소세포폐암 환자 중 10% 가량에서 이러한 변이가 나타났으므로
- 포지오티닙 적용 대상 환자수는 폐암 신규환자 X 비소세포폐암환자 비율(85%) X EGFR 유전자 변이 환자 비율(20%) X Exon 20 유전자 변이 환자 비율(10%)로 계산되었다.
- 최근 허가를 받은 EGFR TKI 기전을 가진 타그리소(Tagrisso)의 연간 약가가 약 150,000달러인 점을 고려
- 포지오티닙 대상 환자 수가 더 적음을 감안 약 200,000달러로 가정하였다.
- 2021년 임상 3상이 종료되고, 2023년경 시판가능할 것으로 가정하였다.

2) 유방암치료제

- 2017년 미국에서 유방암 신규환자 수는 252,710명으로 매년 약 3%씩 증가한다고 가정하였다.
- 유방암 환자 중 Triple negative(not positive for estrogen receptors, progesterone receptors, and HER2) 환자 비율은 약 20% 수준으로 알려져 있다.
- 포지오티닙은 pan-HER 저해제로 기존 HER2나 에스트로젠 수용체 positive 환자들에게 치료율을 보이지 않는 triple negative 환자들을 대상으로 할 것으로 예상된다.
- 유방암 치료제 중 2007년 허가를 받은 TKI인 타이커브(Tykerb, 성분명 lapatinib)의 연간 약가가 75,000달러인 점을 고려
- 유방암 치료제로 포지오티닙의 연간 약가는 약 100,000달러로 가정하였다.

3) 공통 가정

- 성공확률은 항암제 임상 3상의 LOA인 45.3%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 스펙트럼사는 바이오벤처사로 임상 2상 이후 글로벌 제약사로 기술이전 할 가능성이 크다고 판단, 향후 포지오티닙이 다시 한번 라이선싱 아웃되면 수취되는 각종 수익(계약금, 마일스톤, 시판 이후의 로열티)은 스펙트럼사와 한미약품이 약 6:4로 분배하는 구조의 계약으로 가정하였다.
- 글로벌 제약사로 라이선싱 아웃 되었을 때 딜 사이즈를 약 10억 달러 규모로 가정하였으며 계약금은 1억 달러로 가정하였다.
- 로열티는 20%, 이 중 40%가 한미약품의 몫이므로 전체 로열티는 8%로 산정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 2015년도 계약금 수취 당시 한미사이언스 수익배분율인 70%를 적용하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 8. 포지오티닙의 rNPV

	17	18	19	20	21	22	23	24	...	31	32
폐암 치료제											
폐암 신규환자 수	222,500	229,175	236,050	243,132	250,426	257,938	265,677	273,647		336,551	346,648
신규환자 발생율	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		5,721	5,893
포지오티닙 개발단계	2상개시		3상개시	신속승인	3상완료	NDA신청	최종시판허가				
시장 점유율				10%	20%	30%	40%	50%		50%	50%
포지오티닙 예상매출액(백만달러)				83	170	263	361	465		572	589
유방암 치료제											
유방암 신규환자 수	252,710	260,291	268,100	276,143	284,427	292,960	301,749	310,801		382,247	393,714
신규환자 발생율	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		76,449	78,743
포지오티닙 개발단계	2상진행중		3상개시	L/O	3상완료	NDA신청	승인시판				
시장 점유율							5%	7%		15%	15%
포지오티닙 예상매출액(백만달러)						0	302	435		1,147	1,181
포지오티닙 합산 예상매출액(백만달러)				83	170	263	663	900		1,719	1,770
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)				100		200	300				
로열티				16.5	34.1	52.6	132.6	180.1		343.8	354.1
원화환산수익(십억원)				139.8	40.9	303.1	519.1	216.1		412.5	424.9
세후이익(십억원)				111.9	32.7	242.5	415.3	172.9		330.0	339.9
할인율	10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62		0.32	0.29
현재 가치 환산(십억원)				101.7	27.0	182.2	283.7	107.3		105.2	98.5
NPV	2,483										
Terminal Value	624										
적정가치	1,125										
스펙트럼 사와의 수익배분	450										
한미약품의 귀속가치	314.9										

자료: 하나금융투자

오락솔

오락솔의 rNPV

오락솔의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 2017년 파클리탁셀이 약 58억 달러의 매출을 기록 연평균 3.15%씩 성장할 것으로 추정되었다.
- 현재 임상 3상을 완료, 2020년 1분기 미 FDA에 NDA를 제출할 수 있을 것으로 예상, 2021년경 출시할 수 있을 것으로 가정하였다.
- 성공확률은 항암제가 신청서 제출 이후의 LOA인 81.7%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 아테넥스사는 바이오벤처사로 임상 3상 이후 글로벌 제약사로 기술이전 할 가능성이 크다고 판단, 향후 오락솔이 다시 한번 라이선싱 아웃되면 수취되는 각종 수익(계약금, 마일스톤, 시판 이후의 로열티)은 아테넥스사와 한미약품이 6:4로 분배하는 구조의 계약으로 가정하였다.
- 글로벌 제약사로 라이선싱 아웃되었을 때 딜 사이즈를 약 5억 달러 규모로 가정하였으며, 계약금은 5,000만달러로 가정하였다
- 로열티는 20%, 이 중 40%가 한미약품의 몫이므로 전체 로열티 8%로 산정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 HM71224의 2015년도 계약금 수취 당시 한미사이언스와의 수익배분률인 70%를 적용하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 9. 오락솔의 rNPV

		17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	...	31	32
파클리탁셀 시장(백만달러)		5,850	6,034	6,225	6,421	6,623	6,832	7,047	7,269	7,498	7,735		8,489	8,757
파클리탁셀 시장 성장률			3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%		3.15%	3.15%
오락솔 개발 단계			3상 개시	3상 종료	NDA 제출	승인 시판								
오락솔의 시장 점유율						1.0%	2.0%	3.0%	5.0%	6.0%	8.0%		10.0%	10.0%
오락솔의 예상매출액							137	211	363	450	619		849	876
계약금 및 마일스톤 수익	5억 달러 규모 계약				50	100	150			100				
로열티	20%로 가정						27.3	42.3	72.7	90.0	123.8		169.8	175.1
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정				60.0	120.0	212.8	50.7	87.2	228.0	148.5		203.7	210.2
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정				48.0	96.0	170.2	40.6	69.8	182.4	118.8		163.0	168.1
할인율	10%			1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51		0.32	0.29
현재 가치 환산(십억원)							158.5	38.0	65.8	172.8	113.1		158.1	163.5
NPV		1,828												
Terminal Value	-5%	308												
적정가치 (성공확률 81.7%)	81.7%	1,494												
아테넥스사와의 수익배분	40.0%	598												
한미약품의 귀속가치	70%	418.3												

자료: 하나금융투자

HM95573(벨바라페닙)

HM95573의 rNPV

HM95573의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- BRAF 저해제 흑색종 시장은 현재 BRAF 또는 MEK을 타겟으로 승인받은 켈보라프, 타핀라, 멘키스트, 코텔릭, 그리고 그들의 병용제제의 매출액을 기반으로 산정하였다.
- 매출액 증가추이는 흑색종 환자의 연평균 증가율인 3%를 적용하였다.
- 전체 흑색종 환자의 60%가 BRAF 돌연변이를 가지고 있으며, 이들 치료제의 연간치료비가 평균 \$200,000달러인 점을 고려해서 최대 시장규모는 신규환자수 X 연간치료비의 합으로 계산하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 2상의 LOA인 19.1%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 로열티는 동사에서 언급한 두 자릿수라는 점에 근거하여 계산하였다
- 한미약품의 귀속가치는 90%를 적용하였다. (한미약품과 한미사이언스의 수익배분은 과거 분할이전 소요된 R&D 비용에 비례하여 배분하기 때문에 HM95573과 같이 개발기간이 비교적 짧은 제품들의 경우 한미약품의 귀속가치가 개발기간이 긴 에페글레나타이드나 HM71224에 비해 높다고 가정하였다)
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 10. HM95573의 rNPV

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	...	31	32
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		119,170	122,745
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%
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	71,502	73,647
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	14,300	14,729
B-Raf inhibitor melanoma		423	664	678	692	1,038	1,453	1,961	2,550	3,263	4,079	5,018	6,021	10,656	10,976
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%	3.0%	2.0%
시장점유율		5%	8%	8%	8%	11%	15%	20%	25%	31%	37%	44%	52%	75%	75%
이벤트				Ercorafenib /Bimrafenib 승인											
HM95573 개발단계							2상개시	2상종료	3상개시		3상종료	NDA신청			
HM95573 시장점유율														25.0%	20.0%
HM95572 예상매출액 (백만달러)														2,664	2,195
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	830			80	5	5		76	83	83	83	83			
로열티	13%로 가정												0.0	346.3	285.4
원회환산수익(십억원)	1,200원 가정				88.0	5.5	5.5		83.6	91.3	91.3	91.3	91.3	381.0	313.9
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정				70.4	4.4	4.4		66.9	73.0	73.0	73.0	73.0	304.8	251.1
할인율	10%							1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.32	0.29
현재 가치 환산(십억원)				70.4	4.4			60.8	60.4	54.9	49.9	45.4		97.1	72.7
NPV		1,469													
Terminal Value	-5%	461													
적정가치	19.1%	281													
한미약품의 귀속가치	90%	252.6													

자료: 하나금융투자

롤론티스

롤론티스의 rNPV

롤론티스의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 뉴라스타의 바이오시밀러는 2018년 6월과 11월 각각 마일란과 코헤루스사의 제품이 미 FDA의 승인을 획득하였다.
- 이로 인해 롤론티스의 피크 점유율은 12% 정도 밖에 되지 못할 것으로 가정하였다.
- 2019년 하반기 BLA 재신청서를 제출, 2020년경 시판가능할 것으로 가정하였다.
- 성공확률은 바이오의약품 BLA 제출 이후의 LOA인 82.8%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 로열티는 동사에서 언급한 두 자릿수라는 점에 근거하여 계산하였다
- 스펙트럼사로 공급되는 공급가는 매출액의 20% 수준으로 가정. 일반적인 바이오의약품의 제조수익률은 약 70% 수준이나, LAPS의 경우 생산방식이 다소 복잡하기 때문에 60%로 가정. 전체 제조수익률은 12%로 가정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 HM71224의 2015년도 계약금 수취 당시 한미사이언스와의 수익배분율인 70%를 적용하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바는 없으나, 스펙트럼사는 미국의 신약개발 회사로 그들 역시 국내 신약개발 바이오벤처와 마찬가지로 현금 보유액이 많지 않기 때문에, 개발 중간 마일스톤 수취는 없는 것으로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 11. 롤론티스의 rNPV

		13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	...	31	32
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		9,802	10,391
GCSF 시장 성장률			4.6%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%		6.0%	6.0%
LAPS-GCSF 개발단계									3상개시 3상 종료 NDA제출 승인사판							
LAPS-GCSF의 시장 점유율									1.0%	2.0%	4.0%	7.0%	9.0%		7.0%	6.0%
LAPS-GCSF의 예상매출액									55	115	239	439	592		686	623
로열티	13%로 가정								7.2	14.9	31.0	57.0	77.0		89.2	81.0
제조수익	12%로 가정								6.6	13.8	28.7	52.7	71.1		82.3	74.8
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정								16.6	34.4	71.6	131.6	177.7		205.9	187.0
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정								13.2	27.6	57.3	105.3	142.2		164.7	149.6
할인율	10%							1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62		0.32	0.29
현재 가치 환산(십억원)									12.0	22.8	43.1	71.9	88.3		52.5	43.3
NPV		1,134														
Terminal Value	-5%	274														
적정가치 (성공확률 82.8%)	82.8%	939														
한미약품의 귀속가치	70%	657.6														

자료: 하나금융투자

HM43239(FLT3 저해제)

HM43239의 rNPV

HM43239의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- AML 시장은 2017년 기준 4억 6,300만 달러 시장규모에서 Global Data사의 추정에 따라 2026년까지 연평균 14%로 성장한다고 가정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 2025년으로 가정하였다.
- 기술이전 규모는 3억 달러로 추정하였고, 계약금은 10% 수준인 3백만 달러로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 항암제의 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 13.2%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 90%를 적용하였다. (한미약품과 한미사이언스의 수익배분은 과거 분할이전 소요된 R&D 비용에 비례하여 배분하기 때문에 HM43239과 같이 개발기간이 비교적 짧은 제품들의 경우 한미약품의 귀속가치가 개발기간이 긴 에페글레타이드나 HM71224에 비해 높다고 가정하였다)
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 12. HM43239의 rNPV

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	
예상매출액(백만 달러)	601.5	685.7	781.7	891.2	1015.9	1,158	1,320	1,505	1,686	1,854	2,040	2,203	2,379	2,522	
(YoY)	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	12%	10%	10%	8%	8%	6%	
개발단계	1상 완료 2상 개시 2상 완료 3상 개시 3상 완료					NDA 신청	승인 시판								
시장점유율							2%	5%	10%	15%	18%	20%	20%	20%	
예상매출액(백만 달러)							26.4	75.3	168.6	278.1	367.2	440.6	475.8	504.4	
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	3억 달러가정	30	50	100				40	40		40				
로열티	13%로가정						3.4	9.8	21.9	36.2	47.7	57.3	61.9	65.6	
원화환산수익(십억원)	1,200원가정	36.0	60.0	120.0	0.0	52.1	11.7	26.3	91.4	57.3	116.7	74.2	78.7		
세후이익(십억원)	법인세율20%가정	28.8	48.0	96.0	0.0	41.7	9.4	21.0	73.1	45.8	93.4	59.4	62.9		
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	0.29
현재 가치 환산(십억원)		26.2	0.0	36.1	65.6	0.0	23.5	4.8	9.8	31.0	17.7	32.7	18.9	18.2	
NPV		363													
Terminal Value	-5%	115													
적정가치 (성공확률 14.5%)	13.2%	48													
한미약품의 귀속가치	90%	43													

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	916.6	1,016.0	1,100.2	1,153.7	1,212.4
매출원가	398.2	475.0	495.2	522.2	545.6
매출총이익	518.4	541.0	605.0	631.5	666.8
판매비	436.2	457.3	512.4	531.1	569.8
영업이익	82.2	83.6	92.6	100.4	97.0
금융손익	(5.6)	(18.2)	(9.7)	(20.9)	(20.6)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(17.7)	(15.0)	(3.0)	(3.5)	(3.5)
세전이익	58.8	50.4	79.9	76.0	72.9
법인세	(10.1)	16.2	22.4	19.8	18.2
계속사업이익	69.0	34.2	57.5	56.3	54.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	69.0	34.2	57.5	56.3	54.7
비지배주주지분 손이익	8.5	9.3	15.6	15.3	14.8
지배주주순이익	60.4	24.9	41.9	41.0	39.8
지배주주지분포괄이익	58.7	19.2	39.7	38.8	37.7
NOPAT	96.3	56.7	66.7	74.3	72.7
EBITDA	118.6	130.8	144.5	154.4	153.8
성장성(%)					
매출액증가율	3.8	10.8	8.3	4.9	5.1
NOPAT증가율	(5.0)	(41.1)	17.6	11.4	(2.2)
EBITDA증가율	80.8	10.3	10.5	6.9	(0.4)
영업이익증가율	206.7	1.7	10.8	8.4	(3.4)
(지배주주)순이익증가율	159.2	(58.8)	68.3	(2.1)	(2.9)
EPS증가율	159.0	(58.8)	68.4	(2.2)	(2.8)
수익성(%)					
매출총이익률	56.6	53.2	55.0	54.7	55.0
EBITDA이익률	12.9	12.9	13.1	13.4	12.7
영업이익률	9.0	8.2	8.4	8.7	8.0
계속사업이익률	7.5	3.4	5.2	4.9	4.5

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,204	2,144	3,610	3,531	3,431
BPS	62,645	62,395	65,518	68,561	71,505
CFPS	10,713	13,114	12,172	12,851	13,227
EBITDAPS	10,215	11,261	12,447	13,299	13,244
SPS	78,933	87,491	94,743	99,352	104,412
DPS	481	490	490	490	490
주가지표(배)					
PER	110.1	216.5	80.8	82.6	85.0
PBR	9.1	7.4	4.4	4.3	4.1
PCFR	53.5	35.4	23.9	22.7	22.0
EV/EBITDA	58.5	45.1	27.6	26.0	26.0
PSR	7.3	5.3	3.1	2.9	2.8
재무비율(%)					
ROE	8.8	3.5	5.8	5.4	5.0
ROA	3.7	1.5	2.4	2.2	2.0
ROIC	10.6	5.0	5.3	5.7	5.4
부채비율	109.6	114.3	115.8	115.9	112.3
순부채비율	42.4	67.5	61.0	58.4	53.1
이자보상배율(배)	7.7	4.3	4.0	4.1	3.8

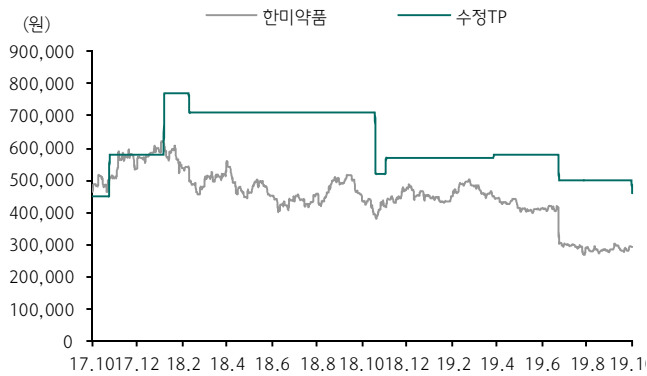
자료: 하나금융투자

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	658.1	564.1	618.6	669.8	716.8
금융자산	140.4	98.7	171.0	204.8	233.9
현금성자산	47.3	67.3	137.0	177.7	205.3
매출채권 등	250.3	183.5	122.4	94.7	68.6
채고자산	232.1	247.8	288.3	331.5	373.6
기타유동자산	35.3	34.1	36.9	38.8	40.7
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,189.5	1,241.2	1,259.6
투자자산	71.7	70.9	72.3	73.3	74.3
금융자산	71.7	17.6	19.1	20.0	21.0
유형자산	790.1	900.3	964.3	997.7	1,009.0
무형자산	45.7	60.7	64.8	77.4	84.3
기타비유동자산	95.3	95.2	88.1	92.8	92.0
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,808.1	1,911.0	1,976.5
유동부채	639.2	435.0	459.0	471.9	488.7
금융부채	278.6	215.4	225.5	225.5	231.7
매입채무 등	285.6	173.4	187.8	196.9	207.0
기타유동부채	75.0	46.2	45.7	49.5	50.0
비유동부채	229.3	467.0	511.2	553.9	556.8
금융부채	197.7	416.3	456.3	496.3	496.3
기타비유동부채	31.6	50.7	54.9	57.6	60.5
부채총계	868.5	902.0	970.2	1,025.8	1,045.5
지배주주지분	711.7	703.3	739.5	774.8	809.0
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	324.1	359.4	393.6
비지배주주지분	80.7	86.0	98.4	110.4	122.0
자본총계	792.4	789.3	837.9	885.2	931.0
순금융부채	335.9	533.0	510.8	516.9	494.1

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(62.9)	26.0	139.3	107.5	114.4
당기순이익	69.0	34.2	57.5	56.3	54.7
조정	34.4	89.7	43.4	55.5	63.3
감가상각비	36.5	47.2	51.9	54.0	56.8
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	(13.0)	(2.0)	2.0
영업활동 자산부채 변동	(166.3)	(97.9)	38.4	(4.3)	(3.6)
투자활동 현금흐름	(152.9)	(145.8)	(116.6)	(108.7)	(86.3)
투자자산감소(증가)	(28.4)	0.8	(4.7)	(4.2)	(4.3)
유형자산감소(증가)	(242.0)	(181.8)	(110.0)	(80.0)	(60.0)
기타	117.5	35.2	(1.9)	(24.5)	(22.0)
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	69.7	40.6	27.7
Unlevered CFO	124.4	152.3	141.3	149.2	153.6
Free Cash Flow	(310.0)	(156.3)	29.3	27.5	54.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.11	BUY	460,000		
19.7.4	BUY	500,000	-42.53%	-39.20%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 10월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.