



Outperform(Maintain)

목표주가: 350,000원

주가(12/10): 298,000원

시가총액: 34,604억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/10)	2,098.00pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	501,000원	267,500원
등락률	-40.5%	11.4%
수익률	절대	상대
1M	-8.2%	-6.4%
6M	-27.6%	-27.5%
1Y	-36.2%	-37.5%

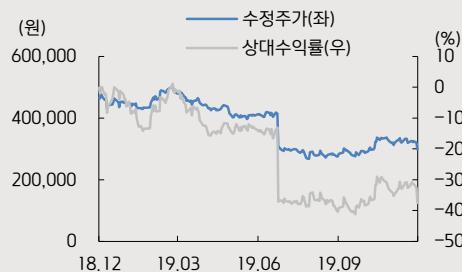
Company Data

발행주식수	11,612천주
일평균 거래량(3M)	40천주
외국인 지분율	15.0%
배당수익률(2019E)	0.2%
BPS(2019E)	63,452원
주요 주주	한미사이언스 외 3 인
	41.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	916.6	1,016.0	1,120.0	1,198.0
영업이익	82.2	83.6	93.4	94.7
EBITDA	118.6	130.8	148.4	144.7
세전이익	58.8	50.4	77.2	77.6
순이익	69.0	34.2	56.4	60.5
지배주주지분순이익	60.4	24.9	45.1	48.4
EPS(원)	5,204	2,144	3,882	4,168
증감률(% YoY)	159.1	-58.8	81.1	7.4
PER(배)	110.1	216.5	76.8	71.5
PBR(배)	9.35	7.66	4.70	4.48
EV/EBITDA(배)	58.5	45.1	27.1	27.4
영업이익률(%)	9.0	8.2	8.3	7.9
ROE(%)	8.8	3.5	6.3	6.4
순차입금비율(%)	42.4	67.5	56.0	45.1

Price Trend



이슈 코멘트

한미약품 (128940)

변한 건 반환 우려 감소와 판매파트너 뿐



전일(10일) 사노피의 사업전략 변경 발표로 에페글레나타이드 상업화 파트너사 변경이 예고되었고, 관련 불확실성에 동사의 주가 -6.9% 하락 마감하였습니다. 다만, 이는 경쟁약 출시에 따른 반환 우려가 감소된 것으로 볼 수 있으며, 임상 및 계약 조건에 변동사항이 없고 판매 파트너사 변경만 있을 예정이기 때문에 호재/악재를 판단하기에 이르다고 생각됩니다. 동사는 이번달 포지오티닙 2상 중간결과와 '20년 초 오락솔 BLA 신청, '20년 하반기 롤론티스 출시 등의 모멘텀도 앞두고 있습니다.

>> 사노피의 결정은 양사를 위한 최선의 선택

사노피 CEO 교체('19.9월)로 전일(10일) 사업전략 변경을 발표하였으며, 당뇨와 심혈관질환 분야 연구를 중단하겠다고 발표하였다. 한미약품이 기술이전한 에페글레나타이드(efpeglenatide)에 대해서는 직접 출시 보다 상업화 파트너사를 찾겠다고 밝혔다. 사노피가 에페글레나타이드의 3상을 완료하며, 한미약품과의 계약 변동사항이 발생하는 것은 아니기 때문에 향후 판매 파트너사만 변경될 것으로 보인다. 사노피가 시장 침투가 어렵다고 판단해 진출을 포기한 점은 아쉬운 소식이며 파트너사 선정에 대한 불확실성이 있으나 노보노디스크의 경구용 GLP-1 당뇨병치료제 '리벨서스' 등장으로 인한 에페글레나타이드의 반환 우려는 감소하였다. 사노피의 '19.3Q 당뇨사업부 매출비중은 14% 차지하며, 주요 제품 란투스는 특허만료로 매출 감소세에 있다. 사노피는 향후 혈우병, 유방암 및 다발성경화증, 백신 등을 포함해 성장세가 높은 Specialty diseases에 집중하겠다고 밝혀 이기는 싸움을 하겠다는 전략으로 보인다. 시장에서는 사노피의 혁신 성장 전략 변경을 반기는 분위기이다.

동사 입장에서는 판매 파트너사가 변경 확정되지 않았지만, 당뇨분야 마케팅 파워가 줄어드는 업체보다 판매 의지가 강하고 제품 시너지를 낼 수 있는 업체로 변경된다면 오히려 긍정적일 수 있다. 또한, 에페글레나타이드는 5개 코호트 중 2개의 환자 모집이 완료된 상태로 사노피가 임상 중단 및 반환할 수 있었음에도 불구하고, 3상에 지속 투자 후 상업화 권리를 넘긴다는 것은 파트너사를 찾을 수 있다고 생각하고 있기 때문에 보인다. GLP-1 당뇨병 분야에서 지속형으로 두각을 나타내고 있는 것은 Novo Nordisk의 Ozempic(Semaglutide)과 릴리의 Trulicity이며, AstraZeneca, MSD, 베링거인겔하임, GSK 등도 당뇨제 품군을 보유하고 있다.

>> 투자의견 Outperform, 목표주가 유지

12월 스펙트럼의 포지오티닙 2상 중간결과 발표와 아테네스의 경구용 파클리탁셀인 오락솔의 3상 발표도 앞두고 있다. '20년초 오락솔 BLA 신청과 '20.4Q 롤론티스의 허가 승인의 모멘텀도 기대할 수 있다. '21년에는 오락솔과 롤론티스의 매출 로열티를 받게 되어 국내 제약사 최초로 신약 기술수출 후 로열티를 받게 되는 업체가 될 것으로 보인다. 경쟁약 리벨서스 출시에 따른 에페글레나타이드 peak 점유율(8%→5.5%) 조정으로 가치 하향하나, 포지오티닙 성공확률 상승 등을 반영하여 투자의견 Outperform, 목표주가 35만원 유지한다.

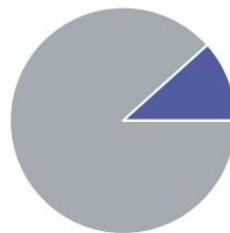
목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	25,033	Fw 12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	22,473	
파이프라인	15,338	
- Efpeglenatide	8,248	Efpeglenatide(GLP-1, Glucagon-Like Peptide-1) – Sanofi
- 포지오티닙	1,905	Poziotinib(pan-HER inhibitor) – 스펙트럼
- 룰론티스	3,791	룰론티스(LAPS-G-CSF/SPI-2012) – 스펙트럼
- HM95573	1,394	HM95573(RAF inhibitor) – Genentech
관계기업	7,135	
- 북경한미	6,953	순이익(20E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '20년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	181	순이익(20E) * API 국내업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	7,435	
④ 유통 주식 수	11,542	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	40,071	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	350,000	

자료: 키움증권 리서치센터

사노피 사업전략 변경 내용

Diabetes & cardiovascular cashflow to be maximized in mature markets**Declining DCV sales⁽¹⁾****Immediate decisions⁽³⁾**

- Discontinue DCV research
- Optimize commercial model
- No launch of efpeglenatide⁽²⁾
- Restructure Onduo JV
- Praluent® resources right-sized

DCV: diabetes and cardiovascular



(1) Last 12 months sales: Q4 2018 reported sales through Q3 2019 reported sales
 (2) Sanofi commits to complete ongoing studies – Sanofi will look for a partner to take over and commercialize efpeglenatide
 (3) Subject to consultation with social partners and works councils

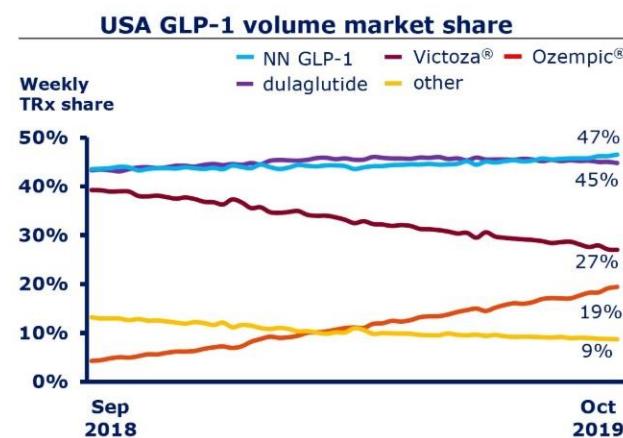
자료: Sanofi, 키움증권 리서치센터

사노피 매출 세부 내역

Net sales by Franchise	'19.9월	YoY
Specialty Care franchises	7,601	24%
Rare Disease	2,350	8%
Multiple Sclerosis	1,620	4%
Oncology	1,254	10%
Immunology	1,526	159%
Rare Blood Disorder	851	33%
Primary Care franchises	11,559	-8%
Established Rx Products	7,283	-9%
Diabetes	3,845	-8%
Cardiovascular	431	-5%
Consumer Healthcare	3,535	1%
Vaccines	3,823	4%
Total net sales	26,518	2%

자료: Sanofi, 키움증권 리서치센터

미국내 GLP-1 볼륨 기준 점유율 추이



자료: Novo Nordisk, 키움증권 리서치센터

R&D 파이프라인



자료: 한미약품, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	916.6	1,016.0	1,120.0	1,198.0	1,262.4
매출원가	398.2	475.0	501.3	541.4	564.1
매출총이익	518.4	540.9	618.7	656.6	698.3
판관비	436.2	457.3	525.3	561.9	580.8
영업이익	82.2	83.6	93.4	94.7	117.5
EBITDA	118.6	130.8	148.4	144.7	162.9
영업외손익	-23.3	-33.2	-16.2	-17.1	-14.4
이자수익	3.8	4.3	6.6	7.0	9.7
이자비용	10.7	19.4	10.7	10.1	10.1
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-16.4	-18.1	-12.1	-14.0	-14.0
법인세차감전이익	58.8	50.4	77.2	77.6	103.1
법인세비용	-10.1	16.2	20.8	17.1	22.7
계속사업순손익	69.0	34.2	56.4	60.5	80.4
당기순이익	69.0	34.2	56.4	60.5	80.4
지배주주순이익	60.4	24.9	45.1	48.4	64.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.8	10.8	10.2	7.0	5.4
영업이익 증감율	207.0	1.7	11.7	1.4	24.1
EBITDA 증감율	80.7	10.3	13.5	-2.5	12.6
지배주주순이익 증감율	158.9	-58.8	81.1	7.3	32.9
EPS 증감율	159.1	-58.8	81.1	7.4	32.9
매출총이익률(%)	56.6	53.2	55.2	54.8	55.3
영업이익률(%)	9.0	8.2	8.3	7.9	9.3
EBITDA Margin(%)	12.9	12.9	13.3	12.1	12.9
지배주주순이익률(%)	6.6	2.5	4.0	4.0	5.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-62.9	26.0	108.1	113.1	133.6
당기순이익	69.0	34.2	56.4	60.5	80.4
비현금항목의 가감	55.4	118.1	110.9	101.0	99.3
유형자산감가상각비	31.8	41.2	47.2	43.1	39.4
무형자산감가상각비	4.6	6.0	7.9	6.9	6.0
지분법평가손익	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
기타	19.0	71.5	55.8	51.0	53.9
영업활동자산부채증감	-166.3	-97.9	-34.3	-28.4	-23.3
매출채권및기타채권의감소	-16.3	58.6	-18.8	-14.1	-11.6
재고자산의감소	0.0	0.0	-21.0	-18.7	-15.4
매입채무및기타채무의증가	-3.3	3.3	4.6	3.4	2.8
기타	-146.7	-159.8	0.9	1.0	0.9
기타현금흐름	-21.0	-28.4	-24.9	-20.0	-22.8
투자활동 현금흐름	-152.9	-145.8	1.3	1.3	1.3
유형자산의 취득	-247.1	-182.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-15.0	-28.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-28.4	0.8	-0.6	-0.6	-0.6
단기금융자산의감소(증가)	106.7	61.8	0.0	0.0	0.0
기타	25.8	1.9	1.9	1.9	1.9
재무활동 현금흐름	137.7	140.4	-5.2	-5.9	-5.9
차입금의 증가(감소)	144.3	155.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.5	-5.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-9.0	-5.7	-5.8	-5.8
기타	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	-5.1	-0.5	-39.1	-39.1	-39.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-83.1	20.1	65.1	69.4	89.9
기초현금 및 현금성자산	130.4	47.3	67.3	132.4	201.9
기말현금 및 현금성자산	47.3	67.3	132.4	201.9	291.7

출처 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	658.1	564.1	668.0	769.2	885.1
현금 및 현금성자산	47.3	67.3	132.4	201.8	291.7
단기금융자산	93.1	31.4	31.4	31.4	31.4
매출채권 및 기타채권	250.3	183.5	202.2	216.3	228.0
재고자산	232.1	247.8	268.8	287.5	303.0
기타유동자산	35.3	34.1	33.2	32.2	31.0
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,072.7	1,023.3	978.5
투자자산	71.7	70.9	71.5	72.1	72.7
유형자산	790.1	900.3	853.2	810.0	770.6
무형자산	45.7	60.7	52.8	45.9	39.9
기타비유동자산	95.3	95.2	95.3	95.3	95.3
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,740.6	1,792.5	1,863.6
유동부채	639.2	435.0	439.5	442.9	445.8
매입채무 및 기타채무	285.6	173.4	178.0	181.4	184.2
단기금융부채	278.6	215.4	215.4	215.4	215.4
기타유동부채	75.0	46.2	46.1	46.1	46.2
비유동부채	229.3	467.0	467.0	467.0	467.0
장기금융부채	197.7	415.8	415.8	415.8	415.8
기타비유동부채	31.6	51.2	51.2	51.2	51.2
부채총계	868.5	902.0	906.5	909.9	912.7
자본지분	711.7	703.2	736.8	773.2	825.4
자본금	27.9	28.5	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	415.5	414.9	414.9	414.9	414.9
기타자본	-15.7	-21.3	-21.3	-21.3	-21.3
기타포괄손익누계액	-1.2	-6.6	-12.9	-19.2	-25.5
이익잉여금	285.3	287.8	327.1	369.7	428.3
비자본지분	80.7	86.0	97.3	109.4	125.5
자본총계	792.4	789.3	834.1	882.6	950.9

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,204	2,144	3,882	4,168	5,541
BPS	61,290	60,560	63,452	66,582	71,084
CFPS	10,713	13,114	14,405	13,908	15,480
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	110.1	216.5	76.8	71.5	53.8
PER(최고)	112.2	288.4	129.6		
PER(최저)	48.7	168.5	64.9		
PBR	9.35	7.66	4.70	4.48	4.19
PBR(최고)	9.53	10.21	7.93		
PBR(최저)	4.13	5.96	3.97		
PSR	7.26	5.30	3.09	2.89	2.74
PCFR	53.5	35.4	20.7	21.4	19.3
EV/EBITDA	58.5	45.1	27.1	27.4	23.9
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	8.1	16.6	10.2	9.5	7.2
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
ROA	4.2	2.0	3.3	3.4	4.4
ROE	8.8	3.5	6.3	6.4	8.1
ROIC	6.7	5.2	5.7	6.2	7.9
매출채권회전율	3.5	4.7	5.8	5.7	5.7
재고자산회전율	4.3	4.2	4.3	4.3	4.3
부채비율	109.6	114.3	108.7	103.1	96.0
순차입금비율	42.4	67.5	56.0	45.1	32.4
이자보상배율	7.7	4.3	8.7	9.4	11.6
총차입금	476.2	631.2	631.2	631.2	631.2
순차입금	335.9	532.5	467.4	398.0	308.2
NOPLAT	118.6	130.8	148.4	144.7	162.9
FCF	-327.0	-203.2	88.9	95.4	113.8

Compliance Notice

- 당사는 12월 10일 현재 '한미약품' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한미약품 (128940)	2018-11-21	Buy (Reinitiate)	550,000원	6개월	-17.07	-11.53
	2019-01-30	Outperform (Downgrade)	510,000원	6개월	-9.01	-1.76
	2019-04-15	Marketperform (Downgrade)	440,000원	6개월	-5.32	0.23
	2019-06-26	Outperform (Upgrade)	460,000원	6개월	-10.67	-9.13
	2019-07-04	Marketperform (Downgrade)	350,000원	6개월	-17.67	-13.00
	2019-10-23	Outperform (Upgrade)	350,000원	6개월	-14.32	-3.71
	2019-12-11	Outperform (Maintain)	350,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	작용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	작용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%