



Outperform(Downgrade)

목표주가: 300,000원
주가(5/14): 252,500원

시가총액: 29,904억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOS PI (5/14)		1,924.96pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	410,990원	215,500원
등락률	-38.6%	17.2%
수익률	절대	상대
1M	-3.1%	-6.5%
6M	-19.1%	-10.1%
1Y	-36.3%	-31.1%

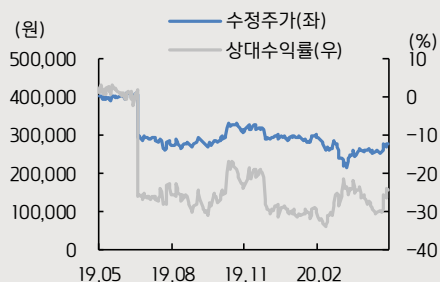
Company Data

발행주식수	11,843	천주
일평균 거래량(3M)	58	천주
외국인 지분율	15.3%	
배당수익률(2020E)	0.2%	
BPS(2020E)	63,798	원
주요 주주	한미사이언스 외 3인	41.4%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,016.0	1,113.6	1,211.0	1,250.1
영업이익	83.6	103.9	110.3	104.2
EBITDA	130.8	159.3	165.1	153.9
세전이익	50.4	83.3	85.8	83.2
순이익	34.2	63.9	66.9	64.9
지배주주지분순이익	24.9	52.1	54.6	53.0
EPS(원)	2,102	4,400	4,612	4,471
증감률(% YoY)	-58.8	109.4	4.8	-3.0
PER(배)	216.8	67.4	60.5	62.4
PBR(배)	7.67	4.85	4.39	4.25
EV/EBITDA(배)	45.1	26.9	25.0	26.6
영업이익률(%)	8.2	9.3	9.1	8.3
ROE(%)	3.5	7.3	7.4	6.9
순차입금비율(%)	67.5	90.4	83.2	74.3

Price Trend



이슈 코멘트

한미약품(128940)

사노피 반환이 불러올 변화



14일 장 개시 전, 사노피의 에페글레나타이드 권리 반환 의향 통보로 당일 주가는 -9.5% 하락 마감하였습니다. '19.12.10일 사노피가 상업화 파트너사 변경 예고로 당시 주가 -7% 하락했었는데, 반환 의향 통보로 추가 충격을 받았습니다. 120일간의 협의 후 최종 반환, 공동연구비 지급, 임상 주도 업체 등이 결정되기 때문에 당분간 추후 상황을 지켜볼 필요가 있어 보입니다.

>>> 최종 협의, 파트너사 선정 여부 등 지켜봐야 함

14일 공시를 통해 사노피가 랩스커버리 기술 기반의 지속형 당뇨신약 에페글레나타이드(efpeglenatide) 권리 반환 의향을 통보했다고 밝혔으며, 이미 수령한 계약금 2억 유로(약 2,643억원)는 반환하지 않는다고 언급했다. 에페글레나타이드는 사노피 관리하에 3상 중에 있고, R&D 비용은 지난해 사노피와 수정계약 체결을 통해 공동연구비 상한액이 1억 유로로 변경되었다. 이미 부담한 금액(3,150만 유로, 약 400억원) 제외한 잔여 6,850만 유로(약 900억원) 중 4,000만 유로(약 530억원)는 BLA 신청일 또는 '22.9월 중 빠른 날 지급하고, 2,850만 유로(약 370억원)는 FDA 승인일 또는 '23.9월 지급하게 되어있었다. 연구개발비 지급시기와 3상 주도 업체가 사노피에서 한미약품으로 변경될 지 등에 대해서는 120일간 협의 후 최종 확정 될 것으로 예상된다. 만약, 남은 R&D 비용을 한미약품 측에서 현금으로 일시 지급해야하는 쪽으로 결정된다면, 작년말 별도 기준 한미약품의 현금및현금성자산과 기타유동자산은 약 350억원으로 자금 조달 가능성도 배재할 수 없다.

지난 '19.9월 사노피 CEO가 폴 허드슨으로 교체되면서 '19.12월 사업전략 변경하였고 당시 에페글레나타이드(efpeglenatide)에 대해 직접 출시 보다 상업화 파트너사를 찾겠다고 밝힌 바 있다. 그 이후로 판매 파트너사를 찾아봤을 것으로 추측되나, 급작스럽게 반환 의향을 통보 받았다는 것은 판매 파트너사 선정에 어려움이 있었을 것으로 의심해볼 수 있다. 이에 따라 판매 파트너사는 동사가 직접 찾아야 하는 상황이 되었고, 반환 받은 의약품이기 때문에 협상력이 약해졌을 수 있어 에페글레나타이드에 대한 불확실성이 높아졌다. 또한, 바이오 의약품 2공장 건설에 총 2,573억원 소요 및 생산 CAPA는 2만리터로 향후 2공장 가동에 대한 우려도 남을 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 30만원 하향

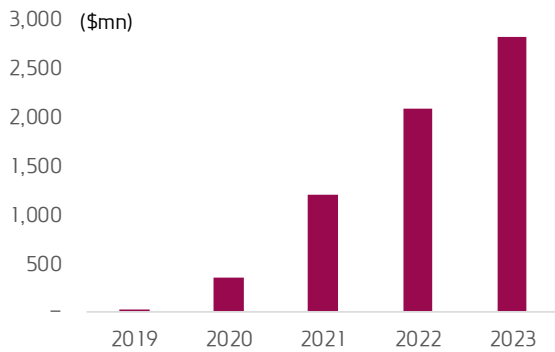
에페글레나타이드 신약가치 6,832억원 제외하고, 상위제약사 EV/EBITDA 상승 적용하여 목표주가를 30만원, 투자의견 Outperform으로 하향한다. 기술 수출 품목은 제넨텍의 RAF 저해제(HM95573) 1상 중이며, 롤론티스는 10/24일 허가 승인 여부를 알 수 있고, 오락솔은 신약승인 신청을 준비하고 있다. 하반기 롤론티스에 대한 공장 실사가 예정되어 있다. 롤론티스는 이미 BLA 허가 신청 취하로 서류 보완작업을 한 바 있으며, 랩스커버리 관련 임상도 과거 생산지연 되면서 보완되었을 것으로 추측되나 혹여 추가보완요구(CRL) 없이 통과 가능한지 여부를 살펴볼 필요가 있다. 이 밖에 R&D 모멘텀으로는 8월 트리플어고니스트 데이터 발표가 예정되어 있다.

주요 기술수출 내역 추이

일자	2012.1월	2015.2월	2015.03.19	2015.07.28	2015.11.05	2015.11.09	2016.09.29
물질명	· ROLONTIS	· POZIOTINIB	· HM71224(LY3337641)	· HM617143(Olumetinib)	· 퀴뎀프로젠트 Efglenatide HM12470 HM14220	· HM12525A (JNJ-64565111)	· HM95573
기전	LAPS-G-CSF	pan-HER inhibitor (합성신약)	BTK inhibitor (합성신약)	EGFR mutant selective (합성신약)	LAPS Exd4 LAPS Insulin 115 - 권리 반환 LAPS Insulin Combo - 추후 Sanofi 인수	LAPS-GLP/GCG	RAF inhibitor (합성신약)
적용증	호중구감소증	유방암, 비소세포폐암	류마티스 관절염	폐암	당뇨 & 비만	당뇨 & 비만	경구용 표적 항암신약
L/O 회사	스펙트럼(Spectrum)	스펙트럼(Spectrum)	릴리(Eli Lilly)	베링거 인겔하임 (Boehringer Ingelheim)	사노피(Sanofi)	얀센(Janssen)	제넨텍(Genentech)
기술수출규모	2억 3,800만불 (2,600억원 규모)	3억 5,800만불 (3,900억원 규모)	7억불(7,800억원 규모)	7억3000만불(8,300억원 규모)	39억 유로(4.9조원 규모) → 29억 유로(3.7조원 규모)	9억1,500만불 (1조원 규모)	9억1,000만불 (1조원 규모)
- 계약금			5천만불(약 550억원 규모)	5천만불(약 550억원 규모)	4억 유로(4,950억원 규모) → 1.96억 유로 반환(2,500억원 규모)	1억500만불 (약 1,160억원)	8,000만불 (880억원 규모)
임상 현황	3상 완료, BLA 신청	2상 진행 중	2상 진행 중	해외 2상 중 개발 중단, 국내 조건부 허가	Efglenatide(3상 진행 중) HM12470(SAR440067)(1상 진행중) HM14220(1상 중)	2상 진행 중	1상 진행 중
비고	BLA 허가신청 취하 ('19.03.15) BLA 허가 재신청 ('19.10.25) PDUFA Date('20.10.24)	역손20 번이 1차 목표 실패('19.12.27)	2상 진입 '16.08 2상 중단('18.2.14) 권리 반환('19.01.23)	임상 중단/ 권리 반환 ('16.09.30) 계약금+마일스톤 등 6500만 달러(약 718억원) 유입	Efglenatide '16.4Q 3상 진입 지연 ('16.10.28) HM12470(SAR440067) 계약 변경('16.12.29) Efglenatide 3상 진입('17.12.05) 권리 반환 의향 통보('20.5.14)	환자모집 일시 유예 ('16.11.30) 임상 진입 공시 ('17.06.09) 권리 반환 ('19.07.03)	

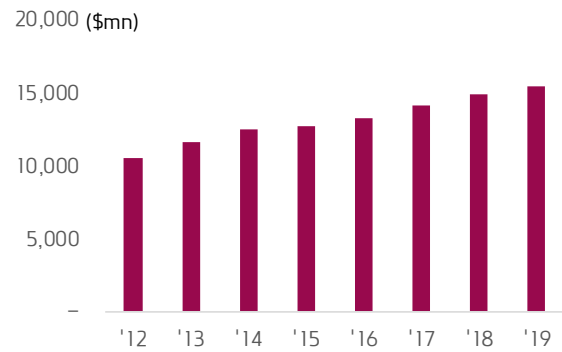
자료: 키움증권 리서치센터

경구용 GLP-1 Rybelsus 매출전망



자료: Cortellis, 키움증권

노보노디스크 당뇨사업부 매출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	변경 전	비 고
① 영업가치	29,910	26,400	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	12,914	19,746	
파이프라인	5,185	12,017	
-			
Efpeglenatide		6,832	반환으로 인한 불확실성으로 신약가치 제외
- 롤론티스	3,791	3,791	LAPS-G-CSF/SPI-2012 - 스펙트럼
- HM95573	1,394	1,394	RAF inhibitor - Genentech
관계기업	7,729	7,729	
- 북경한미	7,695	7,695	순이익(20E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '20년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	34	34	순이익(20E) * API 국내 업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	7,435	7,435	
④ 유통 주식 수	11,542	11,542	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	35,389	38,711	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	300,000		

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 녹십자
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,016.0	1,113.6	1,211.0	1,250.1	1,317.8
매출원가	475.0	481.2	524.1	539.1	561.7
매출총이익	540.9	632.5	686.9	711.0	756.1
판매비	457.3	528.6	576.6	606.8	626.5
영업이익	83.6	103.9	110.3	104.2	129.6
EBITDA	130.8	159.3	165.1	153.9	174.8
영업외손익	-33.2	-20.6	-24.4	-20.9	-19.2
이자수익	4.3	4.4	4.0	5.5	7.3
이자비용	19.4	25.0	13.6	13.6	13.6
외환관련이익	3.9	5.0	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	5.6	4.9	2.7	2.7	2.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-16.4	-0.1	-16.0	-14.0	-14.1
법인세차감전이익	50.4	83.3	85.8	83.2	110.4
법인세비용	16.2	19.4	18.9	18.3	24.3
계속사업손익	34.2	63.9	66.9	64.9	86.1
당기순이익	34.2	63.9	66.9	64.9	86.1
지배주주순이익	24.9	52.1	54.6	53.0	70.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.8	9.6	8.7	3.2	5.4
영업이익 증감율	1.7	24.3	6.2	-5.5	24.4
EBITDA 증감율	10.3	21.8	3.6	-6.8	13.6
지배주주순이익 증감율	-58.8	109.2	4.8	-2.9	32.6
EPS 증감율	-58.8	109.4	4.8	-3.0	32.7
매출총이익율(%)	53.2	56.8	56.7	56.9	57.4
영업이익률(%)	8.2	9.3	9.1	8.3	9.8
EBITDA Margin(%)	12.9	14.3	13.6	12.3	13.3
지배주주순이익률(%)	2.5	4.7	4.5	4.2	5.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	564.1	662.2	735.2	805.5	898.4
현금 및 현금성자산	67.3	106.1	131.5	181.1	239.8
단기금융자산	31.4	2.0	2.0	2.0	2.0
매출채권 및 기타채권	183.5	191.0	207.7	214.4	226.0
재고자산	247.8	326.7	355.3	366.8	386.6
기타유동자산	34.1	36.4	38.7	41.2	44.0
비유동자산	1,127.1	1,251.5	1,196.7	1,146.9	1,101.7
투자자산	70.9	82.5	82.5	82.5	82.5
유형자산	900.3	991.4	944.2	901.2	862.0
무형자산	60.7	66.2	58.6	51.8	45.9
기타비유동자산	95.2	111.4	111.4	111.4	111.3
자산총계	1,691.2	1,913.7	1,931.9	1,952.4	2,000.1
유동부채	435.0	471.8	449.6	432.4	421.1
매입채무 및 기타채무	173.4	131.6	109.4	92.2	80.9
단기금융부채	215.4	298.6	298.6	298.6	298.6
기타유동부채	46.2	41.6	41.6	41.6	41.6
비유동부채	467.0	619.6	619.6	619.6	619.6
장기금융부채	415.8	552.9	552.9	552.9	552.9
기타비유동부채	51.2	66.7	66.7	66.7	66.7
부채총계	902.0	1,091.4	1,069.3	1,052.0	1,040.8
지배지분	703.2	723.8	751.8	777.6	820.7
자본금	28.5	29.0	29.6	29.6	29.6
자본잉여금	414.9	414.3	414.3	414.3	414.3
기타자본	-21.3	-25.2	-25.2	-25.2	-25.2
기타포괄손익누계액	-6.6	-18.2	-39.4	-60.7	-82.0
이익잉여금	287.8	323.8	372.5	419.6	483.9
비지배지분	86.0	98.5	110.8	122.7	138.6
자본총계	789.3	822.3	862.6	900.3	959.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	26.0	12.4	59.3	84.1	93.3
당기순이익	34.2	63.9	66.9	64.9	86.1
비현금항목의 가감	118.1	112.7	90.6	83.5	83.1
유형자산감가상각비	41.2	48.4	47.2	43.0	39.2
무형자산감가상각비	6.0	7.0	7.6	6.8	6.0
지분법평가손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	71.5	57.3	35.8	33.7	37.9
영업활동자산부채증감	-97.9	-137.0	-69.9	-37.9	-45.4
매출채권및기타채권의감소	58.6	-10.1	-16.7	-6.7	-11.6
재고자산의감소	-27.1	-74.1	-28.6	-11.5	-19.9
매입채무및기타채무의증가	3.3	-7.1	-22.2	-17.2	-11.3
기타	-132.7	-45.7	-2.4	-2.5	-2.6
기타현금흐름	-28.4	-27.2	-28.3	-26.4	-30.5
투자활동 현금흐름	-145.8	-172.9	-15.1	-15.1	-15.1
유형자산의 취득	-182.3	-166.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.5	2.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-28.5	-11.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.8	-11.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	61.8	29.4	0.0	0.0	0.0
기타	1.9	-15.2	-15.1	-15.1	-15.1
재무활동 현금흐름	140.4	198.6	-7.5	-8.2	-8.2
차입금의 증가(감소)	155.1	210.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-5.6	-3.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.0	-5.7	-5.8	-5.9	-5.9
기타	-0.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3
기타현금흐름	-0.5	0.7	-11.2	-11.2	-11.2
현금 및 현금성자산의 순증가	20.1	38.8	25.4	49.6	58.7
기초현금 및 현금성자산	47.3	67.3	106.1	131.5	181.1
기말현금 및 현금성자산	67.3	106.1	131.5	181.1	239.8

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,102	4,400	4,612	4,471	5,932
BPS	59,379	61,116	63,482	65,659	69,297
CFPS	12,859	14,905	13,301	12,529	14,290
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	216.8	67.4	60.5	62.4	47.0
PER(최고)	288.8	112.3	66.3		
PER(최저)	168.7	56.2	46.3		
PBR	7.67	4.85	4.39	4.25	4.03
PBR(최고)	10.22	8.08	4.82		
PBR(최저)	5.97	4.05	3.36		
PSR	5.31	3.15	2.73	2.64	2.51
PCFR	35.4	19.9	21.0	22.3	19.5
EV/EBITDA	45.1	26.9	25.0	26.6	23.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	16.6	9.0	8.8	9.1	6.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	2.0	3.5	3.5	3.3	4.4
ROE	3.5	7.3	7.4	6.9	8.8
ROIC	5.2	6.2	5.9	5.5	6.9
매출채권회전율	4.7	5.9	6.1	5.9	6.0
재고자산회전율	4.2	3.9	3.6	3.5	3.5
부채비율	114.3	132.7	124.0	116.8	108.5
순차입금비율	67.5	90.4	83.2	74.3	63.6
이자보상배율	4.3	4.2	8.1	7.6	9.5
총차입금	631.2	851.6	851.6	851.6	851.6
순차입금	532.5	743.5	718.1	668.5	609.8
NOPLAT	130.8	159.3	165.1	153.9	174.8
FCF	-203.2	-173.9	70.9	93.1	100.9

Compliance Notice

- 당사는 5월 14일 현재 '한미약품' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

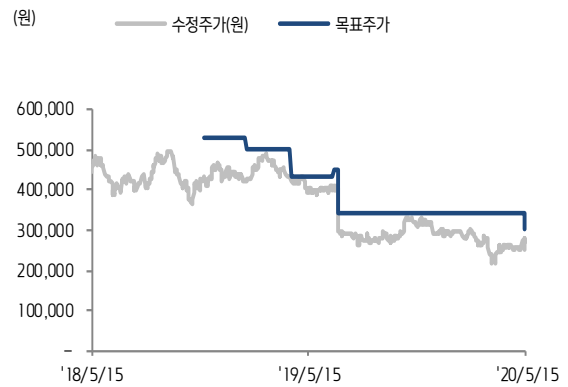
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한미약품 (128940)	2018-11-21	Buy (Reinitiate)	528,220원	6개월	-16.90	-11.34
	2019-01-30	Outperform (Downgrade)	499,800원	6개월	-8.82	-1.56
	2019-04-15	Marketperform (Downgrade)	431,200원	6개월	-5.12	0.44
	2019-06-26	Outperform (Upgrade)	450,800원	6개월	-10.48	-8.94
	2019-07-04	Marketperform (Downgrade)	343,000원	6개월	-17.46	-12.82
	2019-10-23	Outperform (Upgrade)	343,000원	6개월	-14.14	-3.51
	2019-12-11	Outperform (Maintain)	343,000원	6개월	-14.18	-3.51
	2020-01-10	Outperform (Maintain)	340,000원	6개월	-20.67	-11.47
	2020-04-29	Buy (Upgrade)	340,000원	6개월	-20.88	-11.47
	2020-05-15	Outperform (Downgrade)	300,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%