

한미약품

HOLD(유지)

128940 기업분석 | 제약

목표주가(하향)	240,000원	현재주가(05/14)	252,500원	Up/Downside	-5.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2020. 05. 15

가치를 살려줄 파트너가 필요

News

Sanofi 당뇨병 신약 권리 반환 의향 통보: 한미약품은 5월 13일 Sanofi로부터 당뇨병 신약 에페글레나타이드의 권리를 반환하겠다는 의향을 통보 받았다고 5월 14일 공시했다. 계약에 따라 120일 간 협의 후 반환 여부를 최종 확정할 예정이다. 한미약품은 보도자료를 통해 에페글레나타이드의 글로벌 임상3상을 완료하는 방안을 협의하고, 새로운 글로벌 파트너를 모색할 예정이라고 밝혔다. 그동안 Sanofi가 글로벌 임상 3상을 완료하겠다고 공개적으로 밝힌 만큼 지켜지지 않을 경우 필요 시 법적 절차도 검토하겠다고 말했다.

Comment

서로에게 아쉬운 결말: 에페글레나타이드 권리 반환은 면역항암제와 유전자 치료제 위주로 개편된 Sanofi의 사업전략 변경에 따른 결정이다. 역으로는 Sanofi 당뇨병사업부의 핵심 파이프라인이었던 에페글레나타이드가 Sanofi의 미래 성장기반으로 삼기에는 경쟁력이 부족했다고 볼 수도 있다. GLP-1 시장은 제형 편의성을 통한 점유율 확대와 당뇨병에서 비만치료까지의 적응증 확대로 향후 5년간 CAGR 15%, 2024년 12조원 규모로 성장할 것으로 기대된다. 그러나, 효과 및 안전성, 사용편의성 측면에서 Best-in-Class 에 해당되는 Eli Lilly의 트루리시티, Novo Nordisk의 오젠퍍과 빅토자 외에 특별한 우월성이 확인되지 않는 신약의 시장 진입은 쉽지 않을 것으로 판단된다. 에페글레나타이드가 트루리시티와 진행하는 비교임상시험의 1차평가변수는 혈당변화에 대한 비열등성 증명이며, 투약방식에서의 우월성은 확인되지 않는다. 비교적 이른 시기인 2014년 GSK가 출시한 1주 제형 GLP-1 탄제움은 시장성을 이유로 2018년 판매 및 제품관련 활동을 중단했다. 이후에도 파이프라인을 처분할 기회를 찾았지만 성사된 계약은 아직 없다. [\[참고 역시 어설픈 혁신은 통하지 않는 시장\]](#)

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
	(단위: 십억원 원 배 %)																		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	215,500/410,990원												
매출액	1,016	1,114	1,127	1,183	1,281	KOSDAQ /KOSPI	691/1,925pt												
(증가율)	10.8	9.6	1.2	4.9	8.3	시가총액	29,904억원												
영업이익	84	104	100	116	136	60일-평균거래량	58,150												
(증가율)	1.7	24.3	-3.9	16.0	17.3	외국인지분율	15.3%												
지배주주순이익	25	52	44	55	69	60일-외국인지분율변동추이	+0.1%p												
EPS	2,102	4,400	3,756	4,674	5,803	주요주주	한미사이언스 외 3인 41.4%												
PER (H/L)	288.8/168.7	112.3/56.2	74.3	59.7	48.1														
PBR (H/L)	10.2/6.0	8.1/4.0	4.3	4.1	3.8	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-3.1</td> <td>-13.7</td> <td>-36.3</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-6.5</td> <td>0.6</td> <td>-31.1</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-3.1	-13.7	-36.3	상대기준	-6.5	0.6	-31.1
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-3.1	-13.7	-36.3																
상대기준	-6.5	0.6	-31.1																
EV/EBITDA (H/L)	57.7/37.8	41.8/24.8	22.0	18.3	16.1														
영업이익률	8.2	9.3	8.9	9.8	10.6														
ROE	3.5	7.3	6.0	7.0	8.1														

새로운 판권이전 전략이 필요: 19년 12/10일 Sanofi는 당뇨병 및 심혈관계질환의 R&D 프로젝트를 중단하고 에페글레타이드는 3상 임상까지 진행하면서 새로운 판매파트너를 찾겠다고 했다. [\[참고 한미약품-혁신이 되어주진 못했다\]](#) 이번 계약 반환 통보가 의약품의 유효성과 안전성에 기반하지 않기 때문에 기본적인 가치는 변하지 않는다. 다만 기존에는 Sanofi가 판매 파트너를 찾고 임상시험 이후에도 계속 관여할 가능성이 있었으나 권리 반환 의향을 밝힌 만큼 상황은 달라졌다. 에페글레타이드의 출시시점 및 시장경쟁력은 Sanofi와의 관계에 따라 달라질 수 있다. 아직 새로운 파트너가 결정되지 않았고 포트폴리오 관점에서 신규 도입할 글로벌 기업을 찾기는 어려운 상황이다. 완료단계에 임박한 5건의 에페글레타이드 임상3상은 주체가 바뀌어도 마무리될 가능성이 높다고 판단되지만 이것 역시 수익성을 고려하여 결정하게 될 것이다. GLP-1이 지금보다 일반적인 치료제로 자리 잡고, 에페글레타이드가 기존 치료제와 비열등성을 증명하고, 허가완료 된다는 전제하에 로컬 영업마케팅 조직이 강한 제약사로의 지역별 판권 이전과 같은 새로운 사업전략 모색이 필요하다.

Action

신약가치에서 제외, 목표주가 하향: 판권 반환을 반영하여 에페글레타이드를 신약가치에서 제외한다. 마일스톤 제외 및 최대 시장점유율 3%로 설정할 경우 에페글레타이드의 가치는 2,960억원 수준으로 산출되며 신규 파트너가 선정되는 상황에 따라 재반영할 수 있다. 목표주가는 신약가치 변경에 따라 240,000원으로 17% 하향하고 투자 의견 Hold를 유지한다.

도표 1. 한미약품 기업가치 추정(목표주가 240,000원으로 하향)

(단위: 십억원 배 원)

	2020E 매출액	적용 PSR	환산가치	비고
A. 영업가치	1,127	1.7	1,916	기술이전 계약전 평균 PSR
B. 신약가치(합)			869	기술이전 파이프라인만 반영
C. 당뇨병치료제 : GLP-1 작용제(에페글레타이드)			597	
D. 호중구감소증치료제 : G-CSF(톨론티스)			428	
E. 표적항암제 - RAF 억제제(HM95573)			241	
F. 그 외 파이프라인(포지오티닙, 오락술)			200	
G. 기업가치(A+B)			2,785	
H. 발행주식수(1,000주, 자기주식수 제외)			11,612	
I. 목표주가(G/H*1,000,000)			239,797	

자료: DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	564	662	664	715	794
현금및현금성자산	67	106	127	162	201
매출채권및기타채권	183	191	232	231	243
재고자산	248	327	272	289	317
비유동자산	1,127	1,252	1,252	1,239	1,228
유형자산	900	991	999	992	986
무형자산	61	66	59	53	47
투자자산	71	83	83	83	83
자산총계	1,691	1,914	1,953	1,991	2,058
유동부채	435	472	462	438	426
매입채무및기타채무	173	132	121	97	86
단기차입금및단기차채	202	213	213	213	213
유동성장기부채	14	84	84	84	84
비유동부채	467	620	620	620	620
사채및투자차입금	415	545	545	545	545
부채총계	902	1,091	1,081	1,057	1,046
자본금	28	29	30	30	30
자본잉여금	415	414	414	414	414
이익잉여금	288	324	362	412	475
비지배주주지분	86	98	109	121	136
자본총계	789	822	872	934	1,012

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,016	1,114	1,127	1,183	1,281
매출원가	475	481	502	521	559
매출총이익	541	632	625	662	722
판매비	457	529	525	546	586
영업이익	84	104	100	116	136
EBITDA	131	159	188	224	254
영업외손익	-33	-20	-30	-29	-27
금융손익	-18	-14	-24	-23	-21
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-15	-6	-6	-6	-6
세전이익	50	83	70	87	109
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	64	55	68	84
지배주주지분순이익	25	52	44	55	69
비지배주주지분순이익	9	12	10	12	16
총포괄이익	28	43	55	68	84
증감률(%YoY)					
매출액	10.8	9.6	1.2	4.9	8.3
영업이익	1.7	24.3	-3.9	16.0	17.3
EPS	-58.8	109.4	-14.6	24.5	24.1

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	26	12	173	158	172
당기순이익	34	64	55	68	84
현금유출이없는비용및수익	118	113	127	150	163
유형및무형자산상각비	47	55	88	108	118
영업관련자산부채변동	-98	-137	7	-41	-50
매출채권및기타채권의감소	59	-10	-41	1	-12
재고자산의감소	-27	-74	55	-18	-28
매입채무및기타채무의증가	3	-7	-10	-24	-11
투자활동현금흐름	-146	-173	-82	-89	-98
CAPEX	-182	-166	-88	-96	-106
투자자산의순증	1	-12	0	0	0
재무활동현금흐름	140	199	-34	-34	-34
사채및투자차입금의 증가	155	220	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	1	0	0
배당금지급	-9	-6	-6	-6	-6
기타현금흐름	-1	1	-36	0	0
현금의증가	20	39	21	35	40
기초현금	47	67	106	127	162
기말현금	67	106	127	162	201

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	2,102	4,400	3,756	4,674	5,803
BPS	59,379	61,116	64,433	68,620	73,935
DPS	481	490	490	490	490
Multiple(배)					
P/E	216.8	67.4	74.3	59.7	48.1
P/B	7.7	4.9	4.3	4.1	3.8
EV/EBITDA	45.1	26.9	22.0	18.3	16.1
수익성(%)					
영업이익률	8.2	9.3	8.9	9.8	10.6
EBITDA마진	12.9	14.3	16.7	19.0	19.8
순이익률	3.4	5.7	4.8	5.7	6.6
ROE	3.5	7.3	6.0	7.0	8.1
ROA	2.0	3.5	2.8	3.4	4.2
ROIC	5.1	6.0	5.4	6.2	7.0
안정성및기타					
부채비율(%)	114.3	132.7	124.1	113.2	103.4
이자보상배율(배)	4.3	4.2	3.5	4.0	4.7
배당성향(배)	16.6	9.0	10.6	8.5	6.9

자료: 한미약품, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

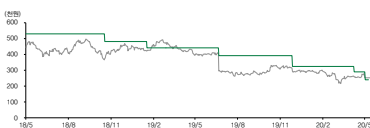
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

한미약품 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/05/03	Buy	550,000	-17.7	-6.4	20/05/15	Hold	240,000	-	-
18/10/31	Buy	500,000	-10.2	-2.8					
19/01/30	Hold	450,000	-2.4	11.3					
19/07/04	Hold	400,000	-25.9	-24.0					
19/07/31	Buy	400,000	-24.6	-15.7					
19/12/10	Hold	330,000	-15.1	-7.1					
20/04/21	Hold	290,000	-9.7	-3.8					

주: *표는 담당자 변경