



한미약품 (128940)

에페글레나타이드 임상중단 및 기술반환

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (유지)

목표주가(하향): 400,000원

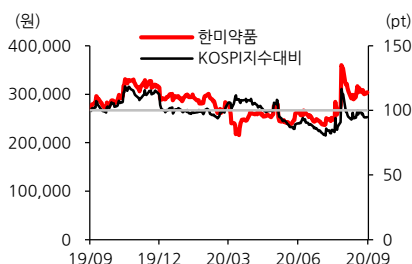
현재 주가(9/9)	294,500원
상승여력	▲35.8%
시가총액	34,878억원
발행주식수	11,843천주
52 주 최고가 / 최저가	360,500 / 215,500원
90 일 일평균 거래대금	599.78억원
외국인 지분율	14.6%
주주 구성	
한미사이언스 (외 4인)	41.4%
신동국 (외 2인)	9.1%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-16.7	12.0	6.3	9.0
상대수익률(KOSPI)	-17.7	3.4	-15.2	-8.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,016	1,114	1,137	1,204
영업이익	84	104	95	105
EBITDA	131	159	154	170
지배주주순이익	25	52	48	56
EPS	2,107	4,407	4,051	4,767
순차입금	533	744	948	1,094
PER	216.3	67.3	72.7	61.8
PBR	7.7	4.9	4.6	4.3
EV/EBITDA	45.3	26.7	28.9	26.9
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	3.5	7.3	6.5	7.2

주가 추이



사노피가 당뇨병 치료제 후보물질 에페글레나타이드의 임상 중단과 한미약품으로의 권리 반환을 결정하였습니다. 그리고 이를 반영하여 목표주가를 40 만원으로 하향합니다. 에페글레나타이드의 권리가 반환되면 한미약품은 관련 임상 데이터를 모두 받게 되며, 10 월 종료 예정인 1 건의 임상은 직접 마무리 할 계획입니다. 사노피로부터 기존에 수령한 계약금의 반환 의무는 없고, 향후 에페글레나타이드는 다양한 대사증후군 치료제로 개발될 예정입니다.

완전히 돌아온 에페글레나타이드

2015년 사노피에 기술이전 된 당뇨병 신약 후보물질 에페글레나타이드(LAPS Exd4 Analog, Efpeglenatide)는 임상 3상이 중단 되었고, 권리는 동사에 완전히 반환되었다. 사노피는 R&D 전략의 변화와 COVID-19로 인한 임상 진행의 어려움 때문에 이러한 결정을 내린 것으로 사료된다. 동사는 사노피로부터 수령한 계약금 및 마일스톤 2 억유로는 반환의 의무가 없으며, 임상 데이터를 모두 인계 받게 된다. 진행 중이던 임상 중 10월에 종료 예정인 임상 1건은 동사가 직접 마무리 할 계획이며, 에페글레나타이드는 다양한 대사증후군 치료제로 개발 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 40만원으로 하향

사노피의 에페글레나타이드 반환은 이미 통보된 바 있으나, 임상 중단으로 인한 파이프라인 가치의 감소를 반영하고, 기타 파이프라인의 가치를 보수적으로 산정하여 목표주가를 기존 48만원에서 40만원으로 하향한다. 동사의 향후 관전포인트는 1)MSD에 기술이전 된 NASH(비알콜성지방간염) 치료제 HM12525A(LAPS GLP/GCG, Efinopegdutide) 임상 2상 진입과 동사가 직접 개발 중인 HM15211(LAPS Triple Agonist)의 임상 2b상 개시, 2)비소세포폐암 치료제 포지오티닙 HER2 변이 2차 치료제 NDA 신청 및 EGFR Exon 20 변이 1차 치료제 임상 2상 결과 발표, 3)10월 24일로 예정된 호중구감소증 치료제 롤론티스 FDA 승인으로 요약할 수 있다.

[표 1] 한미약품 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분	항목	수식	
1. 영업가치		(a = b * c)	1,928
	한미약품 EBITDA (2020E)	(b)	121
	EV/EBITDA(배)	(c)	16
2. 자회사가치		(d = e + i)	344
	북경한미	(e = f * g * k)	253
	순이익(2020E)	(f)	29
	지분률(%)	(g)	74%
	한미정밀화학	(h = l * j * k)	91
	순이익(2020E)	(i)	12
	지분률(%)	(j)	63%
3. 파이프라인가치		(l = m + n + o + p)	3,049
	HM15211	(m)	1,318
	Rolontis	(n)	836
	Efinopegdutide	(o)	595
	기타	(p)	300
4. 순차입금		(q)	689
5. 기업가치		(r = a + d + l - q)	4,632
6. 주식수		(s)	11,843,029
7. 적정주가(원)		(t = r / s)	391,099
8. 목표주가(원)			400,000

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 1] 한미약품 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration
Obesity/ NASH/ Diabetes	LAP ² Glucagon Combo HM14820 비만/당뇨/NASH SANOPI	LAP ² Glucagon Analog HM15136 비만	LAP ² Triple Agonist HM15211 NASH LAP ² GLP/GCG HM12525A 비만 MSD	LAP ² Exd4 Analog 에페글레타이드 당뇨 SANOPI	
	LAP ² Insulin Combo HM14220 당뇨 SANOPI	LAP ² Insulin HM12460A/HM12470 당뇨			
	LAP ² Insulin148 HM12480 당뇨				
Oncology	EZH1/2 저해제 고형암, 혈액암	Pan-RAF 저해제 멜라노마, 고형암 Genentech	Pan-HER 억제제 로지오티닙 유방암, 폐암, 고형암 SPECTRUM	오락솔(Oraxol) TM 피크리락셀+엔서퀴다 유방암, 고형암 Astellera	LAP ² GCSF Analog 에플라레그라스팀 호중구감소증 SPECTRUM
	LSD1 저해제 소세포폐암, 급성골수성백혈병	PD-1/HER2 BsAb BB315/BB2950 고형암 Innovvent	오라텍칸(Olatecan) TM 에리노데칸+엔서퀴다 고형암 Astellera		
	ADOR 길항제 고형암	FLX475 (CCR4 저해제) 고형암, 혈액암 RAPT	오라독셀(Oradoxel) TM 도세락셀+엔서퀴다 고형암 Astellera		
	G8M 세포치료제 HM21001 고주세포종				
	면역항암 이중항제 고형암, 혈액암 Phase1				
	PD-L1/CD47 BsAb 고형암, 혈액암				
Rare Diseases/ Other	LAP ² ASB HM15450 류코다양체 침착증	LAP ² Glucagon Analog HM15136 선천성 고인슐린증	LAP ² hGH 에페소엑트론 성장호르몬 결핍증		
		LAP ² GLP-2 Analog HM15912 당장출루증	루미네이트(Luminate) [®] Integrin 저해제 당뇨/당화혈색소 Astellera		
		FLT3 항암제 HM43209 급성골수성백혈병	BTK 면역치료제 HM71224 자가면역질환		
		오락솔(Oraxol) TM 피크리락셀+엔서퀴다 폐암, 유방암, 고형암 Astellera			
		루미네이트(Luminate) [®] Integrin 저해제 당뇨/당화혈색소 Astellera			

주: 2분기 말 기준, 에페글레타이드 권리반환 미반영

자료: 한미약품, 한화투자증권 리서치센터

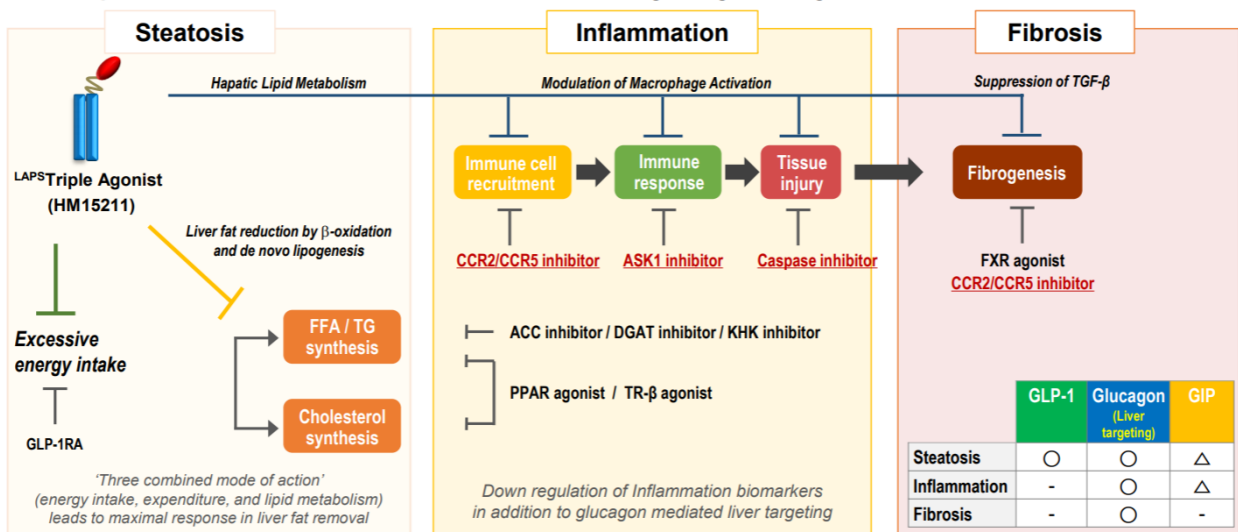
[표2] 한미약품 HM15211 Valuation

(단위: 십억 달러)

	2016	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	...	2035E
시장	0.6	1.1	2.1	5.5	10.7	14.8	18.2	20.5	22.2	23.3		30.9
YoY(%)			90.9	161.9	94.5	38.3	23.0	12.6	8.3	5.0		5.0
개발		Phase 2	Phase 3		BLA	Approval	Market					
M/S							1%	3%	5%	7%		10%
매출액							0.2	0.6	1.1	1.6		3.1
한미약품 매출액							0.1	0.4	0.8	1.1		2.2
한미약품 순이익							0.1	0.3	0.5	0.8		1.5
PV(Discount Rate 10%)							0.0	0.1	0.2	0.3		0.3
PV of FCF	3.3											
PV of Terminal Value	5.9											
성공확률	12%											
NPV	1.1											
원화환산 NPV (조원)	1.3											
주식수	11,612,184											
주당가치(원)	113,572											

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한미약품 HM15211 약리기전



자료: 한미약품, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	917	1,016	1,114	1,137	1,204
매출총이익	518	541	632	646	695
영업이익	82	84	104	95	105
EBITDA	119	131	159	154	170
순이자손익	-7	-15	-20	-22	-30
외화관련손익	0	-2	0	1	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	59	50	83	69	72
당기순이익	69	34	64	50	56
지배주주순이익	60	25	52	48	56
증가율(%)					
매출액	3.8	10.8	9.6	2.1	5.9
영업이익	206.9	1.7	24.3	-8.6	11.0
EBITDA	80.7	10.2	21.8	-3.5	10.7
순이익	127.6	-50.5	87.0	-21.3	12.3
이익률(%)					
매출총이익률	56.6	53.2	56.8	56.8	57.7
영업이익률	9.0	8.2	9.3	8.4	8.8
EBITDA 이익률	12.9	12.9	14.3	13.5	14.1
세전이익률	6.4	5.0	7.5	6.1	6.0
순이익률	7.5	3.4	5.7	4.4	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-63	26	12	-53	93
당기순이익	69	34	64	50	56
자산상각비	36	47	55	59	65
운전자본증감	-166	-98	-137	-138	-30
매출채권 감소(증가)	-16	59	-10	-84	-16
재고자산 감소(증가)	0	-27	-74	-93	-25
매입채무 증가(감소)	-3	3	-7	22	9
투자현금흐름	-153	-146	-173	-198	-236
유형자산처분(취득)	-242	-182	-164	-135	-216
무형자산 감소(증가)	-15	-29	-12	-10	-9
투자자산 감소(증가)	104	62	6	-32	-2
재무현금흐름	138	140	199	341	294
차입금의 증가(감소)	144	155	231	350	300
자본의 증가(감소)	0	-9	-6	-9	-6
배당금의 지급	0	9	6	6	6
총현금흐름	124	152	177	84	123
(-)운전자본증가(감소)	19	89	151	104	30
(-)설비투자	247	182	166	135	216
(+)자산매각	-10	-28	-9	-10	-9
Free Cash Flow	-152	-147	-150	-165	-132
(-)기타투자	147	7	-11	55	9
잉여현금	-299	-154	-139	-220	-141
NOPLAT	60	57	80	69	82
(+) Dep	36	47	55	59	65
(-)운전자본투자	19	89	151	104	30
(-)Capex	247	182	166	135	216
OpFCF	-170	-167	-182	-111	-99

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	658	564	662	948	1,142
현금성자산	140	99	107	245	398
매출채권	250	183	191	271	287
재고자산	232	248	327	422	447
비유동자산	1,003	1,127	1,251	1,358	1,527
투자자산	167	166	194	214	223
유형자산	790	900	991	1,077	1,235
무형자산	46	61	66	67	70
자산총계	1,661	1,691	1,913	2,306	2,669
유동부채	639	435	456	912	1,223
매입채무	267	149	103	161	170
유동성이자부채	279	215	299	710	1,010
비유동부채	229	467	616	533	535
비유동이자부채	198	416	553	482	482
부채총계	869	902	1,072	1,445	1,758
자본금	28	28	29	30	30
자본잉여금	415	415	414	414	414
이익잉여금	285	288	324	366	417
자본조정	-17	-28	-43	-49	-49
자기주식	-16	-21	-25	-28	-28
자본총계	792	789	822	861	911

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	5,117	2,107	4,407	4,051	4,767
BPS	60,233	59,473	61,116	64,212	68,479
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	10,532	12,888	14,928	7,134	10,405
ROA(%)	3.7	1.5	2.9	2.3	2.3
ROE(%)	8.8	3.5	7.3	6.5	7.2
ROIC(%)	6.7	4.8	5.6	4.2	4.4
Multiples(x, %)					
PER	110.0	216.3	67.3	72.7	61.8
PBR	9.3	7.7	4.9	4.6	4.3
PSR	7.3	5.3	3.1	3.1	2.9
PCR	53.4	35.4	19.9	41.3	28.3
EV/EBITDA	58.9	45.3	26.7	28.9	26.9
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	109.6	114.3	130.4	167.9	193.0
Net debt/Equity	42.4	67.5	90.5	110.1	120.1
Net debt/EBITDA	283.1	407.6	467.4	616.5	643.0
유동비율	103.0	129.7	145.1	103.9	93.4
이자보상배율(배)	7.7	4.3	4.2	3.6	3.0
자산구조(%)					
투자자본	77.7	83.0	83.7	79.3	75.9
현금+투자자산	22.3	17.0	16.3	20.7	24.1
자본구조(%)					
차입금	37.5	44.5	50.9	58.1	62.1
자기자본	62.5	55.5	49.1	41.9	37.9

[Compliance Notice]

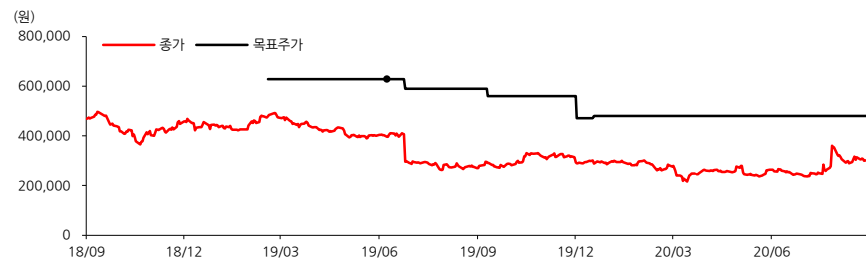
(공표일: 2020년 9월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한미약품 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.02.26	2019.02.26	2019.03.18	2019.06.20	2019.07.04
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		신재훈	640,000	640,000	640,000	600,000
일 시	2019.09.19	2019.10.28	2019.12.11	2020.02.04	2020.02.10	2020.08.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	570,000	570,000	480,000	480,000	480,000	480,000
일 시	2020.09.10					
투자의견	Buy					
목표가격	400,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.02.26	Buy	628,516	-32.06	-21.72
2019.07.04	Buy	589,234	-52.05	-49.33
2019.09.20	Buy	559,772	-45.14	-40.88
2019.12.11	Buy	471,387	-42.42	-23.52
2020.09.10	Buy	400,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%