SK COMPANY Analysis

SK securities



# 한미약품 (128940/KS | 매수(유지) | T.P 960,000 원(상향))

## 표적항암제 대규모 기술수출로 기업가치 제고

**한미약품은 2015 년에 이어서 이번에도 대규모 기술수출을 성사시켜 신약개발력을 증명하였다. 동사가 현재 임상 1 상을 진행 중인 RAF 표적항암제에 대한 개발 및 상업화 권리를 제넨텍에 계약금 8 천만달러, 마일스톤 8 억 3 천만달러, 그리고 상업화 시 로열티 수수료 수입을 받는 조건으로 넘겼다. 당 리서치는 마일스톤과 로열티수수료 수입의 현재 가치를 1 조 3 천억원으로 평가하고 목표주가를 960,000 원으로 상향 조정한다.**

### RAF 표적 항암신약 기술수출 계약

한미약품이 자체 개발하고 있던 RAF 표적 항암제 HM95573 에 대해 제넨텍(로슈 자회사)에 기술수출하는 계약을 체결했다. 제넨텍은 한국을 제외한 전 세계에서 HM95573 의 개발 및 상업화에 대한 독점적 권리를 갖게 된다. 계약조건은 한미약품이 계약금 8 천만달러, 단계별 마일스톤 8 억 3 천만달러, 그리고 상업화에 성공할 경우 두자리 로열티를 받게 된다.

### 다양한 고형암 대상 신약개발 진행 전망

RAF 표적 항암제는 RAF(세포 증식 신호 전달 역할)라는 단백질을 차단, 암세포의 전증식을 막는 치료치료제이다. 따라서 HM95573 은 RAF 저해제이며 경구용 표적항암제이다. 현재 간암과 흑색종 등에 대한 RAF 저해제가 출시되어 있다. 한미약품은 HM95573 의 임상 1 상 중간 결과를 금년 ASCO(세계임상종양학회)에서 발표했다. 한미약품은 HM95573 의 적정용량 탐색을 위한 임상시험을 진행 중이며, 향후 흑색종을 비롯해 다양한 RAF 또는 RAS 변이 **고형암(대장암, 폐암, 갑상선암, 췌장암** 등)에서의 효과를 확인한다는 계획을 발표한 바 있다. 축적된 임상 데이터를 바탕으로 이번에 기술수출을 성사시킨 것으로 추정된다.

### 목표주가 960,000 만원으로 상향 조정

표적 항암제의 기술수출 가치를 반영하여 목표주가를 기존의 900,000 원에서 960,000 원으로 상향 조정한다. 계약금 8 천만달러의 70%(가정)를 4 분기 영업실적에 반영했으며, 기술수출에 대한 현재 가치(마일스톤과 로열티 수입)는 1 조 3 천억원으로 추정했다.

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 억원 | 7,301 | 7,613 | 13,175 | 9,830 | 10,753 | 12,110 |
| yoy | % | 8.3 | 4.3 | 73.1 | -25.4 | 9.4 | 12.6 |
| 영업이익 | 억원 | 619 | 345 | 2,118 | 816 | 1,022 | 1,211 |
| yoy | % | 28.6 | -44.3 | 514.8 | -61.5 | 25.2 | 18.6 |
| EBITDA | 억원 | 890 | 598 | 2,619 | 1,341 | 1,518 | 1,653 |
| 세전이익 | 억원 | 548 | 365 | 2,096 | 987 | 1,211 | 1,402 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 439 | 355 | 1,544 | 893 | 889 | 1,041 |
| 영업이익률% | % | 8.5 | 4.5 | 16.1 | 8.3 | 9.5 | 10.0 |
| EBITDA% | % | 12.2 | 7.9 | 19.9 | 13.6 | 14.1 | 13.7 |
| 순이익률 | % | 6.9 | 5.7 | 12.3 | 9.8 | 9.0 | 9.3 |
| EPS | 원 | 4,559 | 3,432 | 14,800 | 9,622 | 9,574 | 9,979 |
| PER | 배 | 22.3 | 29.2 | 49.2 | 64.4 | 64.8 | 62.1 |
| PBR | 배 | 2.4 | 2.0 | 11.3 | 7.9 | 7.3 | 7.5 |
| EV/EBITDA | 배 | 14.6 | 21.8 | 30.1 | 49.3 | 43.5 | 39.6 |
| ROE | % | 11.4 | 7.6 | 25.7 | 12.7 | 11.7 | 12.6 |
| 순차입금 | 억원 | 1,712 | 1,743 | 1,851 | 425 | 212 | -318 |
| 부채비율 | % | 90.3 | 75.4 | 131.3 | 100.0 | 96.5 | 94.3 |

*Analyst*
**하태기**
tgha@sk.com
02-3773-8872

**Company Data**

| | |
|---|---|
| 자본금 | 261 억원 |
| 발행주식수 | 1,044 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 2,500 원 |
| 시가총액 | 64,072 억원 |
| 주요주주 | |
| 한미사이언스 | 41.37% |
| 외국인지분률 | 11.10% |
| 배당수익률 | 0.30% |

**Stock Data**

| | |
|---|---|
| 주가(16/09/29) | 614,000 원 |
| KOSPI | 2053.06 pt |
| 52주 Beta | 1.09 |
| 52주 최고가 | 831,482 원 |
| 52주 최저가 | 337,207 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 443 억원 |

**주가 및 상대수익률**

| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | -0.3% | -1.1% |
| 6개월 | -13.2% | -16.1% |
| 12개월 | 62.9% | 54.1% |

**Analyst 하태기** tgha@sk.com / 02-3773-8872

**한미약품 주가밸류에이션** (단위: 억원)

| Sum of Parts | | | |
|---|---|---|---|
| 연결기준 | | EBITDA | 837 |
| 북경한미 | | EBITDA | 400 |
| 북경한미제외 | | EBITDA | 437 |
| EBITDA multiple(배) | | | 20 |
| 한미약품 사업가치 | | | **8,741** |
| 북경한미 가치 | | 순이익 | 285 |
| 적정 PER(배) | | | 20 |
| 북경한미가치 | | | 5,700 |
| 지분율 | | 73.68% | 4,200 |
| 사업가치+북경한미가치 | | | 12,940 |
| 기술수출 가치 | | | 134,692 |
| 신약 불확실성 할인 | (할인 10%) | | 121,223 |
| 지주사분제외(배분비율7:3가정) | | | 84,856 |
| 합계 | | | **97,797** |
| 순현금(계약금 일부 반영) | | | 1,000 |
| 적정시가총액 | | | **98,797** |
| 발행주식수(만주) | | | 1,023.1 |
| **적정주가(원)** | | | **965,659** |

자료: SK 증권

주: 가정에 기반한 주가밸류에이션, 연결기준 EBITDA 는 2016 년 추정 EBITDA 에 로열티 수입 차감

**신약 Pipe line 가치평가** (단위: 억원)

| 구분 | 신약후보물질 | 내용 | 현재가치 |
|---|---|---|---|
| 당뇨비만 | HM11260 C | 당뇨비만 지속형 Exendin-4, 주1회~월1회 | 9,914 |
| | Combination | 지속형인슐린/Exendin-4콤비 | 28,425 |
| | 계약금 및 마일스톤 | | 29,797 |
| 면역제제 | HM71224 | BTK 신호전달억제, 류마티스, 혈액암 | 16,412 |
| 항암제 | HM781-36B | Poziotinib, pan-Her신호전달 억제,폐암 | 2,400 |
| 내성표적항암 | HM61723 | 표피세포성장인자(EGFR) 변이세포 억제 | 16,332 |
| 항암보조제 | HM10460A | 지속형 G-CSF analog | 3,600 |
| 당뇨비만 | HM12525A | LAPS-GLP/GCG | 10,669 |
| 내성표적항암 | HM61723 | 중국수출 | 2,077 |
| **RAF 항암제** | **HM95573** | **RAF 표적 항암제(제넨텍 기술수출)** | **13,066** |
| 추가 기술 수출 잠재적 가치(기존 Pipe line의 중국시장 상업화 가치) | | | 2,000 |
| 합계 | | | 134,692 |

자료: SK 증권.

주: 기존 중국 기술수출 및 추가 Pipe 가치는 RAF 항암제 가치 반영 차감

**RAF 표적 항암제 기술수출 가치 평가 가정**

| 세계 전체 항암제 시장 | 2020년 | 1,531억달러 |
|---|---|---|
| 시장성장률 | | 10% |
| **(고형암 70%, 표적항암제 70 비중 가정)** | | 750억달러 |
| HM61713 MS | 피크시 (출시 6년차) | 3% |
| 환산환율 | | 1,100원 |
| 로열티 | | 10% |
| 성공확률 | | 30% |
| 법인세 | | 10% |
| Discount Rate | | 5% |
| 현재가치 | | 10,495 |
| 마일스톤 현재가치 | | 2,571 |
| **합계** | | **13,066** |

자료: SK 증권

주: 계약금은 2016 년 실적에 반영함

**분기별 요약 영업실적**

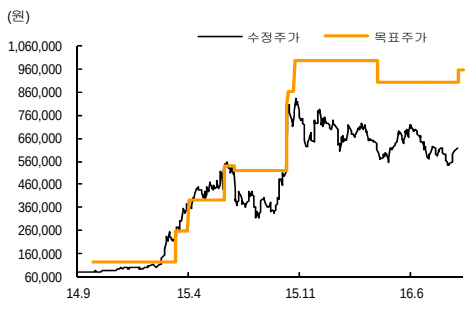
| 12월결산 | 2015 | | | | 2016E | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (억원) | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QE | 4QE |
| 매출액 | 2,147 | 2,445 | 2,684 | 5,899 | 2,564 | 2,345 | 2,511 | 2,410 |
| 영업이익 | 21 | 24 | 357 | 1,715 | 226 | 64 | 106 | 421 |
| 세전이익 | 146 | 19 | 337 | 1,594 | 349 | 214 | 46 | 378 |
| 순이익 | 127 | 113 | -267 | 1,572 | 381 | 201 | 21 | 290 |
| YoY (%) | | | | | | | | |
| 매출액 | 16.6 | 31.2 | 49.7 | 179.0 | 19.4 | -4.1 | -6.5 | -59.2 |
| 영업이익 | -88.2 | -71.0 | 2802.6 | 2411.8 | 968.7 | 161.3 | -70.4 | -75.5 |
| 세전이익 | -12.4 | -68.3 | 흑전 | 1033.8 | 139.5 | 1016.3 | -86.3 | -76.3 |
| 순이익 | -2.4 | 46.6 | 적전 | 962.9 | 152.8 | 69.7 | 흑전 | -80.9 |

자료: SK 증권

주: 4 분기에 기술수출 로열티 수입 반영

**Analyst** 하태기 tgha@sk.com / 02-3773-8872

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|---|
| | 2016.09.30 | 매수 | 960,000원 |
| | 2016.04.29 | 매수 | 900,000원 |
| | 2016.03.27 | 매수 | 1,000,000원 |
| | 2015.11.23 | 매수 | 1,000,000원 |
| | 2015.11.09 | 매수 | 860,000원 |
| | 2015.11.06 | 매수 | 800,000원 |
| | 2015.10.28 | 매수 | 520,000원 |
| | 2015.10.05 | 매수 | 520,000원 |
| | 2015.08.17 | 매수 | 520,000원 |
| | 2015.07.30 | 매수 | 520,000원 |
| | 2015.07.10 | 매수 | 540,000원 |
| | 2015.05.04 | 매수 | 395,000원 |
| | 2015.04.15 | 매수 | 260,000원 |




## Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 30 일 기준)**

| 매수 | 95.97% | 중립 | 4.03% | 매도 | 0% |
|---|---|---|---|---|---|

### 대차대조표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 5,377 | 11,451 | 10,154 | 11,041 | 12,563 |
| 현금및현금성자산 | 525 | 1,383 | 1,559 | 1,772 | 2,303 |
| 매출채권및기타채권 | 2,903 | 7,846 | 5,853 | 6,403 | 7,211 |
| 재고자산 | 1,331 | 1,581 | 1,180 | 1,291 | 1,454 |
| **비유동자산** | 4,956 | 5,775 | 5,932 | 6,118 | 6,037 |
| 장기금융자산 | 492 | 423 | 438 | 438 | 438 |
| 유형자산 | 3,279 | 4,157 | 4,337 | 4,367 | 4,092 |
| 무형자산 | 879 | 672 | 676 | 641 | 614 |
| **자산총계** | 10,333 | 17,226 | 16,087 | 17,159 | 18,601 |
| **유동부채** | 1,824 | 6,736 | 5,651 | 6,051 | 6,638 |
| 단기금융부채 | 469 | 1,032 | 1,395 | 1,395 | 1,395 |
| 매입채무 및 기타채무 | 978 | 2,246 | 1,675 | 1,833 | 2,064 |
| 단기충당부채 | 66 | 226 | 168 | 184 | 207 |
| **비유동부채** | 2,617 | 3,042 | 2,394 | 2,378 | 2,390 |
| 장기금융부채 | 2,254 | 2,644 | 2,002 | 2,002 | 2,002 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 89 | 113 | 83 | 92 | 104 |
| **부채총계** | 4,441 | 9,778 | 8,045 | 8,429 | 9,028 |
| **지배주주지분** | 5,275 | 6,749 | 7,288 | 7,912 | 8,689 |
| 자본금 | 244 | 256 | 261 | 261 | 261 |
| 자본잉여금 | 4,190 | 4,178 | 4,173 | 4,173 | 4,173 |
| 기타자본구성요소 | -17 | -22 | -93 | -93 | -93 |
| 자기주식 | -17 | -22 | -93 | -93 | -93 |
| 이익잉여금 | 797 | 2,281 | 2,970 | 3,673 | 4,529 |
| 비지배주주지분 | 618 | 699 | 754 | 819 | 884 |
| **자본총계** | 5,892 | 7,448 | 8,042 | 8,731 | 9,573 |
| **부채와자본총계** | 10,333 | 17,226 | 16,087 | 17,159 | 18,601 |

### 손익계산서

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 7,613 | 13,175 | 9,830 | 10,753 | 12,110 |
| **매출원가** | 3,388 | 3,983 | 4,394 | 4,032 | 4,481 |
| **매출총이익** | 4,225 | 9,193 | 5,436 | 6,720 | 7,629 |
| 매출총이익률 (%) | 55.5 | 69.8 | 55.3 | 62.5 | 63.0 |
| **판매비와관리비** | 3,881 | 7,075 | 4,620 | 5,699 | 6,418 |
| 영업이익 | 345 | 2,118 | 816 | 1,022 | 1,211 |
| 영업이익률 (%) | 4.5 | 16.1 | 8.3 | 9.5 | 10.0 |
| 비영업손익 | 20 | -22 | 171 | 189 | 191 |
| **순금융비용** | 85 | 113 | 128 | 109 | 107 |
| 외환관련손익 | 14 | 46 | 91 | 91 | 91 |
| **관계기업투자등 관련손익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 365 | 2,096 | 987 | 1,211 | 1,402 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 4.8 | 15.9 | 10.0 | 11.3 | 11.6 |
| 계속사업법인세 | -68 | 475 | 24 | 242 | 280 |
| **계속사업이익** | 433 | 1,621 | 963 | 969 | 1,121 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 433 | 1,621 | 963 | 969 | 1,121 |
| **순이익률 (%)** | 5.7 | 12.3 | 9.8 | 9.0 | 9.3 |
| 지배주주 | 355 | 1,544 | 893 | 889 | 1,041 |
| **지배주주귀속 순이익률(%)** | 4.66 | 11.72 | 9.08 | 8.26 | 8.6 |
| **비지배주주** | 78 | 76 | 70 | 80 | 80 |
| **총포괄이익** | 325 | 1,560 | 869 | 875 | 1,028 |
| **지배주주** | 243 | 1,479 | 814 | 810 | 962 |
| **비지배주주** | 83 | 81 | 55 | 65 | 65 |
| EBITDA | 598 | 2,619 | 1,341 | 1,518 | 1,653 |

### 현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | -230 | 1,167 | 2,110 | 998 | 965 |
| 당기순이익(손실) | 433 | 1,621 | 963 | 969 | 1,121 |
| 비현금성항목등 | 334 | 1,191 | 531 | 549 | 531 |
| 유형자산감가상각비 | 232 | 268 | 414 | 320 | 274 |
| 무형자산상각비 | 22 | 233 | 111 | 176 | 167 |
| 기타 | -1 | 140 | -240 | -207 | -207 |
| 운전자본감소(증가) | -937 | -1,143 | 670 | -278 | -408 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -676 | -4,920 | 1,990 | -550 | -808 |
| 재고자산감소(증가) | -270 | -248 | 420 | -111 | -163 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 144 | 32 | 141 | 157 | 231 |
| 기타 | -135 | 3,993 | -1,880 | 225 | 332 |
| 법인세납부 | -61 | -502 | -54 | -242 | -280 |
| **투자활동현금흐름** | -657 | -1,154 | -1,262 | -469 | -118 |
| 금융자산감소(증가) | 101 | 164 | -783 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -685 | -1,194 | -350 | -350 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -108 | -141 | -141 | -141 | -141 |
| 기타 | 35 | 17 | 12 | 21 | 23 |
| **재무활동현금흐름** | 718 | 806 | -706 | -316 | -316 |
| 단기금융부채증가(감소) | -980 | -94 | -336 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 889 | 1,043 | 59 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 938 | -4 | -71 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | -204 | -186 | -186 |
| 기타 | -129 | -139 | -153 | -130 | -130 |
| 현금의 증가(감소) | -168 | 859 | 176 | 212 | 531 |
| 기초현금 | 693 | 525 | 1,383 | 1,559 | 1,772 |
| 기말현금 | 525 | 1,383 | 1,559 | 1,772 | 2,303 |
| FCF | -736 | -186 | 1,836 | 545 | 862 |

### 주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 4.3 | 73.1 | -25.4 | 9.4 | 12.6 |
| 영업이익 | -44.3 | 514.8 | -61.5 | 25.2 | 18.6 |
| 세전계속사업이익 | -33.5 | 474.8 | -52.9 | 22.6 | 15.8 |
| EBITDA | -32.8 | 337.7 | -48.8 | 13.2 | 8.9 |
| EPS(계속사업) | -24.7 | 331.2 | -35.0 | -0.5 | 4.2 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE | 7.6 | 25.7 | 12.7 | 11.7 | 12.6 |
| ROA | 4.5 | 11.8 | 5.8 | 5.8 | 6.3 |
| EBITDA마진 | 7.9 | 19.9 | 13.6 | 14.1 | 13.7 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 294.9 | 170.0 | 179.7 | 182.5 | 189.3 |
| 부채비율 | 75.4 | 131.3 | 100.0 | 96.5 | 94.3 |
| 순차입금/자기자본 | 29.6 | 24.9 | 5.3 | 2.4 | -3.3 |
| EBITDA/이자비용(배) | 5.0 | 21.4 | 9.5 | 11.7 | 12.7 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,432 | 14,800 | 9,622 | 9,574 | 9,979 |
| BPS | 50,547 | 64,680 | 78,526 | 85,249 | 83,264 |
| CFPS | 5,887 | 19,604 | 15,280 | 14,919 | 14,213 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| **Valuation지표 (배)** | | | | | |
| PER(최고) | 37.8 | 56.2 | 81.4 | 81.8 | 78.5 |
| PER(최저) | 21.9 | 6.4 | 56.6 | 56.9 | 54.6 |
| PBR(최고) | 2.6 | 12.9 | 10.0 | 9.2 | 9.4 |
| PBR(최저) | 1.5 | 1.5 | 6.9 | 6.4 | 6.6 |
| PCR | 17.0 | 37.1 | 40.6 | 41.6 | 43.6 |
| EV/EBITDA(최고) | 26.8 | 34.2 | 62.0 | 54.7 | 49.9 |
| EV/EBITDA(최저) | 17.5 | 4.8 | 43.5 | 38.3 | 34.9 |

자료 : 한미약품, SK증권 추정