

SK COMPANY Analysis



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	64,698 억원
주요주주	
한미사이언스	41.37%

외국인지분률	11.00%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/09/30)	620,000 원
KOSPI	2068.72 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	831,482 원
52주 최저가	337,207 원
60일 평균 거래대금	448 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.0%	-0.8%
6개월	-14.5%	-17.5%
12개월	64.5%	54.5%

한미약품 (128940/KS | 매수(유지) | T.P 790,000 원(하향))

내성표적항암제 기술수출 계약 반환

한미약품이 작년 베링거인겔하임으로 기술수출했던 내성표적항암제의 개발권리가 반환되었다고 공시했다. 이는 신약개발의 불확실한 특성을 보여준 것으로 판단된다. 여러가지 신약 Pipe line 중에서 도중에 실패하는 경우가 흔하기 때문에 신약개발의 과정으로 해석할 필요가 있다. 한미약품의 기업가치 평가에 포함되었던 내성표적항암제 부분을 차감함에 따라 목표주가를 790,000 원으로 하향 조정한다.

내성표적항암제 기술수출 계약 반환

한미약품이 작년에 베링거인겔하임에게 기술수출했던 내성표적항암신약 올무티닙(HM61713)의 권리를 반환 받는다고 공시했다. 다만 베링거인겔하임으로부터 수취한 계약금 및 마일스톤 USD 65,000,000 은 반환하지 않는다고 한다. 과거 국내 제약사들의 기술수출 사례에서 보았듯이 기술이전 이후 임상 진행 단계에서 중단될 가능성을 이번 에 다시 한번 확인 할 수 있었다. 일반적으로 신약개발의 성공 가능성이 낮은 만큼 여러 가지 Pipe line 중에서 기술수출 계약중단 건이 발생하는 것도 하나의 과정으로 이해할 수 있다. 이제 기술 이전된 나머지 Pipe line 의 임상이 잘 진전되느냐가 더 중요하게 되었다.

목표주가 790,000 원으로 하향 조정

내성표적항암제가 기술수출에서 제외됨에 따라 기업가치도 그만큼 하락한 것으로 판단된다. 내성표적항암제(HM61713)의 현재 가치를 차감하고 한미약품의 목표주가를 790,000 원으로 하향 조정한다.

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

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		118,360
신약 개발 불확실성 할인	(할인 20%)	94,688
지주사분제외(배분비율 7:3가정)		66,282
합계		79,222
순현금(계약금 일부 반영)		1,000
적정시가총액		80,222
발행주식수(만주)		1,023.1
적정주가(원)		784,106

자료: SK 증권

주: 가정에 기반한 주가밸류에이션, 연결기준 EBITDA 는 2016 년 추정 EBITDA 에 로열티 수입 차감
신약개발 불확실성 할인 비율을 기존의 10%에서 20%로 상향 조정

신약 Pipe line 가치평가

(단위: 억원)

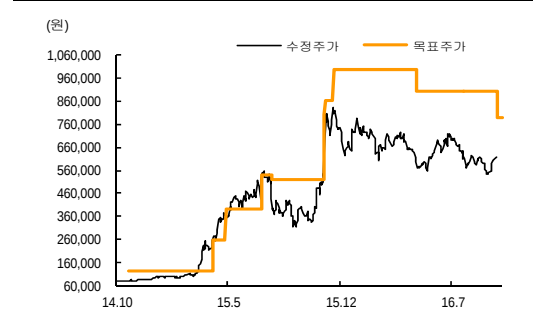
구분	신약후보물질	내용	현재가치
당뇨비만	HM11260 C	당뇨비만 지속형 Exendin-4, 주1회~월1회	9,914
	Combination	지속형인슐린/Exendin-4콤비	28,425
	계약금 및 마일스톤		29,797
면역제제	HM71224	BTK 신호전달억제, 류마티스, 혈액암	16,412
항암제	HM781-36B	Pozotinib, pan-Her신호전달 억제, 폐암	2,400
내성표적항암	HM61723	표피세포성장인자(EGFR) 변이세포 억제	0.0
항암보조제	HM10460A	지속형 G-CSF analog	3,600
당뇨비만	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			118,360

자료: SK 증권

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

내성표적항암제 가치 제외

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.04	매수	790,000원
	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



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 10 월 4 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
부채외자본총계	10,333	17,226	16,087	17,159	18,601

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
무형자산감가상각비	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

자료 : 한미약품, SK증권 추정

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

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