

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

Company Data

자본금	279 억원
발행주식수	1,116 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	39,463 억원
주요주주	
한미사이언스(외3)	41.38%
신동국(외1)	9.12%
외국인지분율	9.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/08/07)	353,500 원
KOSPI	2398.75 pt
52주 Beta	1.55
52주 최고가	586,324 원
52주 최저가	266,044 원
60일 평균 거래대금	446 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-7.0%
6개월	24.4%	7.6%
12개월	-34.9%	-45.3%

한미약품 (128940/KS | 매수(신규편입) | T.P 490,000 원(신규편입))

R&D 최강자!

한미약품에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 490,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 SOTP 방식으로 산정했는데 신약가치에 대한 부분과 영업가치에 대한 부분을 합산하였다. 투자포인트는 1) 다양한 신약 파이프라인 보유력, 2) 에페글레나타이드 임상 3상 재개에 따른 신약가치 기대감, 3) 고수익 신제품 출시에 따른 이익개선세 등이다. 2017년 연간실적은 매출액이 전년대비 4.8% 증가한 9,254 억원, 영업이익은 전년대비 232.0% 증가한 887 억원을 시현할 전망이다.

투자 의견 BUY와 목표주가 490,000 원으로 커버리지 개시

한미약품에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 490,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 한미약품의 목표주가 490,000 원은 영업가치와 신약가치를 각각 계산하여 SOTP 방식으로 산정하였다. 국내 영업가치에는 상위 제약사 과거 3년 평균 (2016년 제외) PER 25 배를 적용했고, 북경한미약품에도 25 배를 적용하였으며 신약가치는 기술 수출된 주요 신약 파이프라인을 현재가치로 산정, 이를 합산하여 목표주가 490,000 원을 구했다.

투자포인트

한미약품의 투자포인트는 크게 3 가지로 나눌 수 있다. 1) 자체개발 기술인 랩스커버리를 적용하여 개발 중인 항암치료제, 당뇨치료제 등 타사 대비 다양한 신약 파이프라인 보유, 2) 사노피로 기술 수출된 당뇨치료제 에페글레나타이드의 2017년 4분기 중 임상 3상 재개로 신약가치에 대한 기대감 유효, 3) 개량신약, 복합제 등 고수익 신제품 출시에 따라 product mix 변화로 인한 이익개선세이다.

2017년 실적전망

한미약품의 2017년 연간 실적은 매출액이 전년대비 4.8% 증가한 9,254 억원, 영업이익이 전년대비 232.0% 증가한 887 억원을 기록할 전망이다. 2017년 높은 영업이익의 증가는 2016년 사노피의 기술수출 반환금 지급에 따른 기저효과 때문이다. 2017년 연장으로 총 6개의 신제품을 출시할 예정인데, 이 중에서 하반기에 베사금, 라본디, 몬테리즘의 신제품이 출시될 예정이어서 하반기 실적 성장 driver 역할을 할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

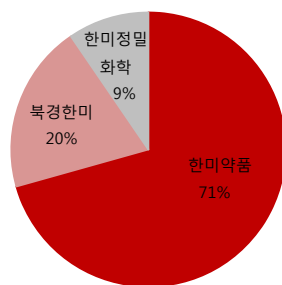
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	7,613	13,175	8,827	9,254	9,829	10,621
yoy	%	4.3	73.1	-33.0	4.8	6.2	8.1
영업이익	억원	345	2,118	268	887	1,064	1,381
yoy	%	-44.3	514.8	-87.4	231.4	19.9	29.9
EBITDA	억원	598	2,619	656	1,357	1,586	2,054
세전이익	억원	365	2,096	80	817	1,071	1,430
순이익(지배주주)	억원	355	1,544	233	637	865	1,188
영업이익률%	%	4.5	16.1	3.0	9.6	10.8	13.0
EBITDA%	%	7.9	19.9	7.4	14.7	16.1	19.3
순이익률	%	5.7	12.3	3.4	7.9	9.8	12.1
EPS	원	3,208	13,835	2,089	5,703	7,751	10,645
PER	배	29.2	49.2	136.7	62.0	45.6	33.2
PBR	배	2.0	11.3	4.8	5.7	5.2	4.6
EV/EBITDA	배	21.8	30.1	51.9	32.2	27.7	21.2
ROE	%	7.6	25.7	3.5	9.4	11.8	14.5
순차입금	억원	1,743	1,851	20	2,054	2,316	1,774
부채비율	%	75.4	131.3	117.4	120.0	114.1	104.7

한미약품의 목표주가 산정 Table

	적정 가치(십억원)	비고
한미약품 국내	1,666.9	12M Forward 영업이익에 25배 적용
북경한미약품	652.2	12M Forward 영업이익에 지분율 고려 후 25배 적용
한미정밀화학	44.4	12M Forward 영업이익에 지분율 고려 후 12배 적용
신약 가치	2,715.7	
퀀텀프로젝트	1,792.1	사노피 계약
LAPS-GLP-1/GCG	337.1	안센 계약
BTK 면역치료제	309.6	엘리릴리 계약
RAF 저해제	276.8	제넨텍 계약
목표 시가총액	5,079.1	
주식수	10,435.1	천주
목표주가	486,734	원

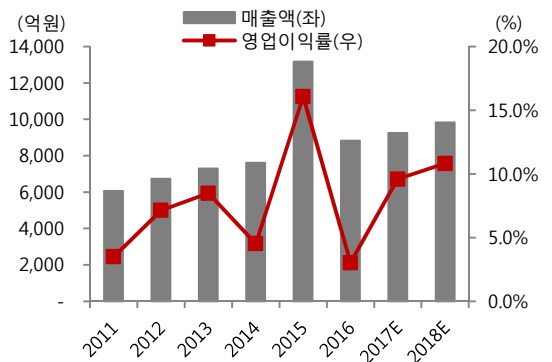
자료 : 한미약품, SK 증권 추정치

한미약품 연결실적 매출구조



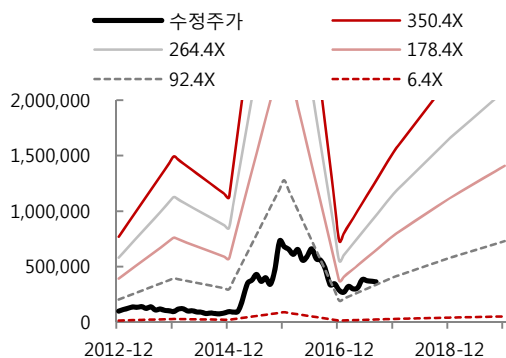
자료 : 한미약품, SK 증권

한미약품 연도별 실적추이



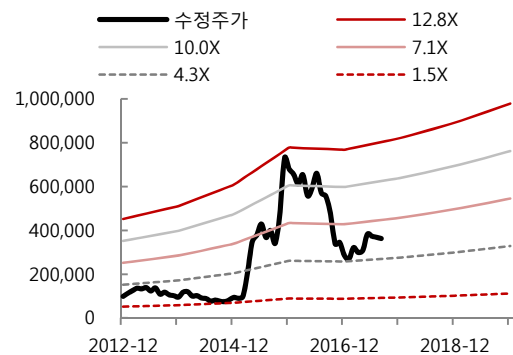
자료 : 한미약품, SK 증권

한미약품 PER 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

한미약품 PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

한미약품 신약 파이프라인

구분	제품명		적응증	임상단계	기술수출/도입	작용기전 및 특징
바이오신약	LAPS Insulin Combo	HM14220	2형당뇨	전임상	사노피	- 사노피에 따르면 임상 1상 2017년 4분기중으로 준비 - 주 1회 투여 - LAPS-Insulin 유도체와 에페글레나타이드 복합제
	LAPS Triple Agonist	HM15211	비만	전임상		- 지속형 GLP/GCG/GIP 유도체 바이오신약 - 주 1회 투여
	LAPS IDS	HM15410	류코다당체 침착증	전임상		- 지속형 효소 대체 치료제 - 월 1회 투여
	LAPS GLP-2 Analog	HM15910	단장증후군	전임상		- 지속형 GLP-2 유도체 - 주 1회 투여
	LAPS GLP/GCG	HM12525A	당뇨/비만	임상 1상 예정	안센	- 지속형 신규 GLP-1, 글루카곤 이중 작용 유도체 바이오신약 - 주 1회 투여
	LAPS Insulin	HM12470	당뇨	임상1상		- 지속형 신규 인슐린 유도체 바이오신약 - 주 1회 투여
	LAPS Exd4 Analog	에페글레나타이드	당뇨/비만	임상 3상 예정	사노피	- 지속형 신규 엑센딘-4 유도체 바이오신약 - 주 1회에서 최대 월 1회 투여 - 글로벌 후기 임상 2상 완료
이중항체 바이오신약	LAPS GCSF Analog	Rolontis (에플라페그라스탐)	호중구감소증	임상3상	스펙트럼	- 지속형 신규 G-CSF 유도체 바이오 신약 - 3주 1회 투여
	PD-1/HER-2	BH2950	유방암/위암	전임상		- PD-1/Her-2 저해제, 면역+표적항암 이중항체 - 북경한미에서 진행
	PD-1/EGFR	BH2922	비소세포폐암/대장암	전임상		- PD-1/EGFR 저해제, 면역+표적항암 이중항체 - 북경한미에서 진행
	PD-1/PD-L1	BH2941	항암제	전임상		- PD-1/PD-L1 저해제 - 북경한미에서 진행
	Pan-RAF저해제	HM95573	고형암	임상1상	제넨텍	- 경구용 RAF 신호전달 억제제 - 국내 임상 1상 진행 중
	Oratecan	이리노테칸+HM30181A	대장암 등 고형암	임상1상	아테넥스	- 경구용 이리노테칸 기존 약제 대비 효력증가 및 독성감소 기대 - 미국 1상 진행 중
	Src/Tubulin	KX2-391	고형암	임상1상	아테넥스	- 경구용 Src 신호전달 및 tubulin 중합체생성억제제 - 미국 아테넥스사로부터 도입 품목
	Pan-HER억제제	포지오티닙	유방암, 폐암 등 고형암	임상2상	스펙트럼/루에	- 암세포성장인자 수용체(ERBB)에 효과적으로 작용하는 pan-HER 신호전달 억제제 - 미국 임상 2상 진행 중, 중국 임상 1상 IND 제출완료
	BTK 면역치료제	HM71224	류마티스관절염 (자가면역질환)	임상2상	엘리릴리	- B-세포 과다활성억제를 통한 자가면역질환치료 경구용 약물 - 글로벌 2상 진행 중
	Luminate	Integrin 저해제	망막질환	임상2상	알레그로	- 한구 내 이상혈관의 신생 및 증식을 억제, 인테그린 저해제 - 미국 알레그로사로부터 도입품목 - 한국, 중국 판권만 들여옴
	Oraxol	파크리탁셀+HM30181A	유방암/위암	임상3상	스펙트럼	- 경구용 파클리탁셀+Pgp억제제 - 주 3회 복용 - 미국 및 뉴질랜드 임상 1상 및 남미 임상 3상 진행 중
	올리타(Olita)	올무티닙	폐암	임상3상	자이랩	- 폐암을 일으키는 EGFR 변이세포에 선택적으로 작용하는 경구용 항암제 - 국내 신속심사 허가 (제품명:올리타정) - 국내 및 글로벌 임상 2상 진행 중 - 글로벌 임상 3상 진행 준비중(국내 IND 승인 득함) - 중국 임상1상 IND 검토중

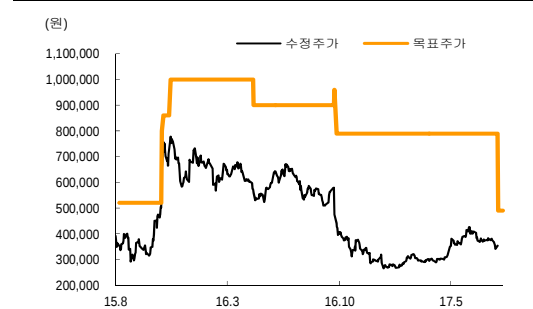
자료: 한미약품 SK 증권 정리

한미약품 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,563.7	2,345.4	2,197.2	1,721.0	2,335.0	2,228.2	2,239.3	2,451.1	7,612.6	13,175.3	8,827.4	9,253.6	9,829.3
한미약품	1,954.5	1,914.0	1,771.7	1,237.0	1,781.0	1,719.0	1,780.9	1,959.6	5,820.2	11,132.4	6,877.2	7,240.5	7,664.4
북경한미	599.6	423.0	426.0	479.0	556.0	495.0	478.7	520.9	1,727.8	2,047.0	1,927.6	2,050.6	2,236.2
한미정밀화학	218.8	256.0	218.0	237.0	219.0	249.0	222.4	241.7	906.8	891.0	929.8	932.1	978.7
연결조정	(209.1)	(247.6)	(218.5)	(232.0)	(221.0)	(234.8)	(242.6)	(271.1)	(842.3)	(895.0)	(907.2)	(969.5)	(1,050.0)
영업이익	225.7	64.0	137.7	(160.0)	314.0	215.5	185.4	172.7	344.5	2,118.0	267.3	887.5	1,063.8
세전이익	348.7	214.0	7.0	(489.7)	291.7	93.2	274.4	157.3	364.6	2,095.8	80.0	816.6	1,070.8
순이익	409.8	213.5	63.1	(383.0)	246.0	121.2	233.3	133.7	433.0	1,622.7	303.3	734.1	963.2
YoY 성장률													
매출액	19.4	(4.1)	(18.1)	(70.8)	(8.9)	(5.0)	1.9	42.4	0.0	73.1	(33.0)	4.8	6.2
영업이익	968.9	161.3	(61.5)	(109.3)	39.2	236.9	34.6	흑전	(44.3)	514.8	(87.4)	232.0	19.9
세전이익	139.5	1,016.3	(97.9)	(130.7)	(16.3)	(56.4)	3,844.9	흑전	0.0	0.0	(96.2)	921.1	31.1
순이익	152.8	69.7	(125.2)	(124.2)	(40.0)	(43.2)	269.9	흑전	(14.3)	274.8	(81.3)	142.0	31.2
% 수익률													
영업이익률	8.8	2.7	6.3	(9.3)	13.4	9.7	8.3	7.0	4.5	16.1	3.0	9.6	10.8
세전이익률	13.6	9.1	0.3	(28.5)	12.5	4.2	12.3	6.4	4.8	15.9	0.9	8.8	10.9
순이익률	16.0	9.1	2.9	(22.3)	10.5	5.4	10.4	5.5	5.7	12.3	3.4	7.9	9.8

자료: 한미약품 SK 증권 추정치

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.08	매수	490,000원
		애널리스트 변경	
	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



Compliance Notice

- 작성자(이달마)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 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 8일 기준)

매수	92.16%	중립	7.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	11,451	8,407	8,231	8,610	9,710
현금및현금성자산	1,383	1,304	1,187	925	1,466
매출채권및기타채권	7,846	2,716	3,143	3,339	3,608
재고자산	1,581	1,904	2,712	2,880	3,112
비유동자산	5,775	7,562	8,912	9,657	9,933
장기금융자산	423	262	440	440	440
유형자산	4,157	5,989	6,648	6,961	7,037
무형자산	672	401	569	734	885
자산총계	17,226	15,970	17,143	18,267	19,643
유동부채	6,736	5,441	4,790	4,815	4,725
단기금융부채	1,032	1,713	1,162	962	762
매입채무 및 기타채무	2,246	2,612	2,059	2,187	2,363
단기충당부채	226	108	98	104	113
비유동부채	3,042	3,183	4,561	4,919	5,322
장기금융부채	2,644	1,609	2,925	3,225	3,525
장기매입채무 및 기타채무	0	1,233	1,233	1,233	1,233
장기충당부채	113	113	161	171	195
부채총계	9,778	8,625	9,350	9,734	10,047
지배주주지분	6,749	6,595	6,985	7,668	8,675
자본금	256	261	279	279	279
자본잉여금	4,178	4,173	4,155	4,155	4,155
기타자본구성요소	-22	-93	-157	-157	-157
자기주식	-22	-93	-157	-157	-157
이익잉여금	2,281	2,289	2,926	3,791	4,979
비지배주주지분	699	751	808	865	922
자본총계	7,448	7,345	7,792	8,533	9,596
부채와자본총계	17,226	15,970	17,143	18,267	19,643

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,167	4,284	-726	827	1,536
당기순이익(손실)	1,621	303	735	963	1,286
비현금성항목등	1,205	720	655	623	768
유형자산감가상각비	268	357	445	487	624
무형자산상각비	233	31	25	35	48
기타	154	474	199	78	32
운전자본감소(증가)	-1,157	3,379	-1,797	-381	-374
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,920	5,275	-712	-195	-269
재고자산감소(증가)	-262	-347	-837	-169	-232
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	32	-75	240	128	176
기타	3,993	-1,474	-488	-145	-49
법인세납부	-502	-118	-320	-379	-144
투자활동현금흐름	-1,154	-3,586	-294	-1,075	-978
금융자산감소(증가)	164	-1,384	1,211	-100	-100
유형자산감소(증가)	-1,194	-1,996	-1,330	-800	-700
무형자산감소(증가)	-141	-234	-199	-199	-199
기타	17	27	25	25	21
재무활동현금흐름	806	-749	979	-14	-16
단기금융부채증가(감소)	-94	-414	-675	-200	-200
장기금융부채증가(감소)	1,043	58	600	300	300
자본의증가(감소)	-4	-71	-65	0	0
배당금의 지급	0	-204	0	0	0
기타	-139	-118	1,119	-114	-116
현금의 증가(감소)	859	-80	-117	-262	541
기초현금	525	1,383	1,304	1,187	925
기말현금	1,383	1,304	1,187	925	1,466
FCF	-186	1,641	-1,452	154	642

자료 : 한미약품, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,175	8,827	9,254	9,829	10,621
매출원가	3,983	4,219	4,488	4,748	5,130
매출총이익	9,193	4,609	4,766	5,082	5,491
매출총이익률 (%)	69.8	52.2	51.5	51.7	51.7
판매비와관리비	7,075	4,341	3,879	4,018	4,110
영업이익	2,118	268	887	1,064	1,381
영업이익률 (%)	16.1	3.0	9.6	10.8	13.0
비영업손익	-22	-188	-71	7	49
순금융비용	113	71	87	91	96
외환관련손익	46	166	177	177	177
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2,096	80	817	1,071	1,430
세전계속사업이익률 (%)	15.9	0.9	8.8	10.9	13.5
계속사업법인세	475	-223	82	108	144
계속사업이익	1,621	303	735	963	1,286
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,621	303	735	963	1,286
순이익률 (%)	12.3	3.4	7.9	9.8	12.1
지배주주	1,544	233	637	865	1,188
지배주주귀속 순이익률(%)	11.72	2.64	6.88	8.8	11.19
비지배주주	76	70	98	98	98
총포괄이익	1,560	173	512	740	1,063
지배주주	1,479	121	455	683	1,006
비지배주주	81	52	57	57	57
EBITDA	2,619	656	1,357	1,586	2,054

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	73.1	-33.0	4.8	6.2	8.1
영업이익	514.8	-87.4	231.4	19.9	29.9
세전계속사업이익	474.8	-96.2	921.1	31.1	33.5
EBITDA	337.7	-74.9	106.8	16.8	29.5
EPS(계속사업)	331.2	-84.9	173.0	35.9	37.3
수익성 (%)					
ROE	25.7	3.5	9.4	11.8	14.5
ROA	11.8	1.8	4.4	5.4	6.8
EBITDA마진	19.9	7.4	14.7	16.1	19.3
안정성 (%)					
유동비율	170.0	154.5	171.9	178.8	205.5
부채비율	131.3	117.4	120.0	114.1	104.7
순차입금/자기자본	24.9	0.3	26.4	27.1	18.5
EBITDA/이자비용(배)	21.4	6.5	12.0	14.0	17.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,835	2,089	5,703	7,751	10,645
BPS	60,460	59,073	62,569	68,690	77,706
CFPS	18,325	5,571	9,915	12,429	16,670
주당 현금배당금	2,000	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	56.2	350.4	74.8	55.0	40.1
PER(최저)	6.4	136.3	46.7	34.3	25.0
PBR(최고)	12.9	12.4	6.8	6.2	5.5
PBR(최저)	1.5	4.8	4.3	3.9	3.4
PCR	37.2	51.3	35.7	28.4	21.2
EV/EBITDA(최고)	34.2	127.8	38.2	32.9	25.1
EV/EBITDA(최저)	4.8	51.8	25.0	21.6	16.4