

한미약품(128940)

글로벌 신약개발의 높은 벽을 이제는 인정해야

또 다시 뼈 아픈 파이프라인 반환

전일 한미약품은 2015년 Janssen에 기술수출한 비만 및 당뇨치료제 HM12525A의 권리반환 사실을 공시했다. 최근 Janssen이 진행한 두 건의 비만 환자 대상 임상 2상에서 1차 평가지표인 체중감소 목표치는 도달했으나 당뇨를 동반한 비만환자에서 혈당 조절이 내부기준에 미치지 못했기 때문이다. HM12525A는 약효 지속기간을 늘린 랩스커버리 기술을 적용해 체중감소와 혈당 조절을 동시에 도와주는 비만 및 당뇨 후보물질이다. 2015년 계약금 1억500만달러를 비롯하여 총 9억1500만달러에 기술이전 했다. 다만 한미약품은 이 약물의 권리가 반환돼도 이미 수령한 계약금 1억500만달러는 반환할 의무가 없다.

가보지 않은 길을 걷다 만나는 난항이 계속되고 있다

한미약품은 올해 1월 Eli Lilly(HM71224), 2018년 8월 Zai Lab(올리타), 9월 Boehringer Ingelheim(올리타) 등으로부터 기술반환을 통보받은 바 있다. 올해 3월에는 파트너사 Spectrum이 Rolontis의 허가신청을 취하했고 2016년 12월 사노피와의 계약이 일부 수정되는 등 신약개발에 있어 수차례의 난항을 겪었다. 이는 글로벌 신약개발이 얼마나 어려운지를 단편적으로 보여주는 사례다. 한편 올해 하반기 예정된 마일스톤으로는 고형암 치료제 Oraxol 3상 종료, 비만/NASH 치료제 HM15211과 선천성 고인슐린증 치료제 HM15136의 임상 1상 종료, 비소세포폐암 치료제 Pozitotinib의 임상 2상 중간결과 발표 등이 있다. 그러나 이는 개발 단계가 초기인 만큼 기업가치를 의미있게 끌어올리기에 한계가 있는 이벤트다.

우리가 원하는 건 기술반환이 아니라 기술수출

이번에 반환된 HM12525A의 가치 7,220억원 차감한 후의 목표주가는 44만원으로 주가의 상승여력은 제한적이기 때문에 투자의견을 매수에서 중립으로 하향한다. 한미약품은 지난해에 이어 올해도 2천억원에 가까운 R&D비용을 집행할 전망이다. 반면 2018년 영업현금흐름은 260억원에 불과하며 순차입금은 5천억원을 상회해 재무적 부담이 크다. 이제는 추가적인 기술수출과 같은 R&D 결실이 수반되지 않는다면 현재의 valuation은 정당화가 힘들다. 한미약품을 매수하기 위해서는 새로운 모멘텀이 절실하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	917	82	60	5,270	161.6	119	108.7	58.3	9.1	8.8	0.1
2018A	1,016	84	25	2,158	(59.1)	131	215.0	45.0	7.4	3.5	0.1
2019F	1,036	66	30	2,637	22.2	124	157.2	45.4	6.7	4.3	0.1
2020F	1,111	75	39	3,369	27.8	134	123.0	42.3	6.3	5.4	0.1
2021F	1,204	134	84	7,278	116.0	195	57.0	28.4	5.8	10.8	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

중립(하향)

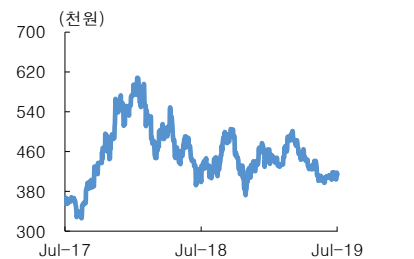
Stock Data

KOSPI(7/3)	2,096
주가(7/3)	414,500
시가총액(십억원)	4,813
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	505,315/372,363
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,023
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.0/15.6
주요주주(%)	한미사이언스 외 3인 41.4
	국민연금공단 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.2	(4.8)	3.9
KOSPI 대비(%p)	(0.1)	(10.0)	11.7

주가추이



자료: FnGuide

진흥국

hg.jin@truefriend.com

〈표 1〉 한미약품 valuation 수정 후

(단위: 십억원)

본업가치	1,448
2019F EBITDA	104.9
대형제약사 2019F EV/EBITDA	13.8
신약가치	4,084
에플라페그라스팀(롤론티스)	579
에페글레나타이드(GLP-1)	1,694
인슐린 콤보(insulin+GLP-1 agonist)	203
GLP/GCC dual (HM12525A)	
RAF inhibitor(HM95573)	229
기타(23개 파이프라인, 개당 600억원 적용)	1,380
순차입금(2019F)	(569)
합계	4,963
발행주식수(백만주)	11.2
적정주가(원)	444,552

주: 2019년 7월 3일 종가기준

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한미약품 valuation 수정 전

(단위: 십억원)

본업가치	1,737
2019F EBITDA	125.8
대형제약사 2019F EV/EBITDA	13.8
신약가치	4,766
에플라페그라스팀(롤론티스)	591
에페글레나타이드(GLP-1)	1,653
인슐린 콤보(insulin+GLP-1 agonist)	198
GLP/GCC dual (HM12525A)	722
RAF inhibitor(HM95573)	223
기타(23개 파이프라인, 개당 600억원 적용)	1,380
순차입금(2019F)	(559)
합계	5,944
발행주식수(백만주)	11.2
적정주가(원)	532,452

주: 2019년 7월 3일 종가기준

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	246	241	235	294	275	265	241	256	1,016	1,036	1,111
YoY	5.2	8.3	3.4	26.3	11.8	9.8	2.3	(12.8)	10.8	2.0	7.2
의약품	229	217	213	223	241	230	221	236	882	928	965
로열티	9	11	9	15	11	3	—	—	45	14	21
기타	7	13	13	56	23	32	20	20	90	94	125
원가&판관비	219	221	214	278	249	249	226	246	932	970	1,036
매출액 대비	89.3	91.7	90.9	94.6	90.6	94.0	94.1	96.1	91.8	93.6	93.3
R&D	12	12	12	12	13	13	13	13	47	52	53
인건비	47	49	41	57	59	58	49	56	193	223	233
수수료	31	29	29	33	34	34	30	35	122	133	146
기타	17	17	15	15	19	15	13	14	64	61	65
영업이익	114	115	117	161	124	129	121	128	507	502	539
YoY	26	20	21	16	26	16	14	10	84	66	75
영업이익률	8	13	12	(8)	13	9	7	2	25	30	39
당기순이익	(59.5)	7.6	(44.2)	적전	66.3	(32.7)	(43.2)	흑전	(58.8)	22.4	27.8
YoY	3.1	5.6	4.9	(2.6)	4.6	3.4	2.7	0.8	2.5	2.9	3.5
당기순이익률	3.1	5.6	4.9	(2.6)	6.3	7.9	2.2	0.3	2.5	4.3	4.7

자료: 한국투자증권

〈표 4〉한미약품 R&D 스케줄

파이프라인	파트너사	적응증	국가	진행상황	1H19	2H19
Efpeglenatide	Sanofi	당뇨	미국	3상 진행중		
Rolontis	Spectrum	호중구감소증	미국	BLA 자진철회	BLA 재신청	
Oraxol	Athenex	고형암	미국	3상 진행중	3상 중간결과	3상 종료 및 NDA 제출
Poziotinib	Spectrum	유방암/비소세포폐암	미국	2상 진행중		2상 중간결과
		고형암	중국	2상 준비중		2상 IND 제출
HM12525A	Janssen	비만/당뇨	미국	2상 진행중	2상 중단	
HM95573	Genentech	고형암	한국	1상 진행중	1상 진행	
HM43239	—	급성골수성백혈병	미국	1상 진행중	1상 진행	
HM15912	—	단장증후군	한국	1상 준비중		1상 IND
HM12460A	—	당뇨	미국	1상 진행중	1상 진행	
HM12470	—	당뇨	미국	2상 준비중	1상 종료	
HM15211	—	비만/NASH	미국	1상 진행중		1상 종료
HM15136	—	선천성 고인슐린증	한국	1상 진행중		1상 종료

자료: 한미약품, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한미약품은 1973년 설립되어 1988년 거래소에 상장된 제약사임. 1980년대부터 R&D역량을 축적하며 도입품목판매 위주의 사업모델에서 탈피하며 차별을 꾀하고 있음. 주요주주는 한미사이언스로 한미약품의 지분을 41.4% 보유하고 있음. 연결자회사로는 북경한미유한공사(지분율 73.7%), 한미정밀화학(원료의약품 생산, 지분율 63.0%)가 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	658	564	498	495	628
현금성자산	47	67	24	40	131
매출채권및기타채권	250	183	178	172	186
재고자산	232	248	240	232	169
비유동자산	1,003	1,127	1,232	1,323	1,352
투자자산	72	71	72	78	84
유형자산	790	900	1,010	1,103	1,103
무형자산	46	61	58	57	72
자산총계	1,661	1,691	1,730	1,818	1,980
유동부채	639	435	496	497	566
매입채무및기타채무	286	173	43	46	50
단기차입금및단기사채	170	202	200	200	200
유동성장기부채	108	14	12	12	12
비유동부채	229	467	447	490	509
사채	50	198	188	178	168
장기차입금및금융부채	147	219	422	465	508
부채총계	869	902	944	987	1,075
지배주주지분	712	703	698	740	812
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	415	415	415	415	415
기타자본	(16)	(21)	21	53	53
이익잉여금	285	288	245	261	339
비지배주주지분	81	86	89	91	93
자본총계	792	789	786	831	905

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(63)	26	142	144	256
당기순이익	69	34	39	40	86
유형자산감가상각비	32	41	52	53	53
무형자산상각비	5	6	6	6	8
자산부채변동	(166)	(98)	87	14	108
기타	(3)	43	(42)	31	1
투자활동현금흐름	(153)	(146)	(137)	(146)	(190)
유형자산투자	(247)	(182)	(162)	(146)	(53)
유형자산매각	5	0	0	0	0
투자자산순증	104	64	(6)	(11)	(10)
무형자산순증	(15)	(29)	(3)	(6)	(23)
기타	0	1	34	17	(104)
재무활동현금흐름	138	140	(48)	17	25
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	144	155	190	32	32
배당금지급	0	(9)	(6)	(6)	(6)
기타	(6)	(6)	(232)	(9)	(1)
기타현금흐름	(5)	(1)	0	0	0
현금의증가	(83)	20	(43)	16	91

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

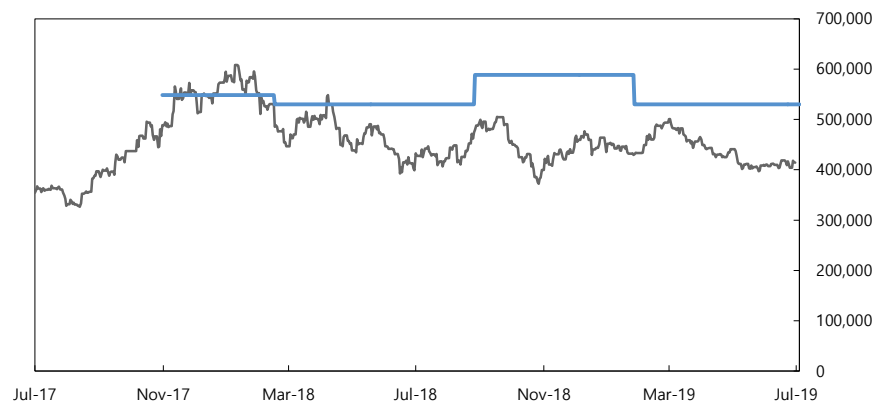
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	917	1,016	1,036	1,111	1,204
매출원가	398	475	458	491	492
매출총이익	518	541	578	621	712
판매관리비	436	457	512	546	578
영업이익	82	84	66	75	134
금융수익	5	7	7	5	9
이자수익	4	4	4	3	6
금융비용	11	25	31	30	31
이자비용	11	19	23	24	25
기타영업외손익	(18)	(15)	7	(1)	(6)
관계기업관련손익	0	0	0	0	3
세전계속사업이익	59	50	49	50	109
법인세비용	(10)	16	9	10	23
연결당기순이익	69	34	39	40	86
지배주주지분순이익	60	25	30	39	84
기타포괄이익	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	64	28	33	33	80
지배주주지분포괄이익	59	19	26	33	78
EBITDA	119	131	124	134	195

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,270	2,158	2,637	3,369	7,278
BPS	62,645	62,395	61,936	65,544	71,765
DPS	481	490	490	490	490
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.8	10.8	2.0	7.2	8.4
영업이익증가율	206.9	1.7	(21.0)	13.4	78.6
순이익증가율	159.1	(58.8)	22.4	27.8	116.0
EPS증가율	161.6	(59.1)	22.2	27.8	116.0
EBITDA증가율	80.7	10.2	(4.9)	7.9	45.1
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.2	6.4	6.7	11.1
순이익률	6.6	2.5	2.9	3.5	7.0
EBITDA Margin	12.9	12.9	12.0	12.1	16.2
ROA	4.2	2.0	2.3	2.2	4.5
ROE	8.8	3.5	4.3	5.4	10.8
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	9.2	22.7	18.6	14.6	6.7
안정성					
순차입금(십억원)	336	533	766	783	635
차입금/자본총계비율(%)	60.1	80.0	104.5	102.8	98.0
Valuation(X)					
PER	108.7	215.0	157.2	123.0	57.0
PBR	9.1	7.4	6.7	6.3	5.8
EV/EBITDA	58.3	45.0	45.4	42.3	28.4

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한미약품 (128940)	2017.01.02	중립	-	-	-
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.11.03	매수	548,582원	0.6	10.9
	2018.02.19	매수	529,845원	-13.6	-25.9
	2018.08.30	매수	588,717원	-24.4	-14.2
	2019.01.30	매수	530,000원	-17.1	-5.5
	2019.07.04	중립	-	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 4일 현재 한미약품 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한미약품 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.