

한미약품(128940)

모멘텀이 필요하다

매출호조와 R&D비용 절감으로 영업이익은 컨센서스를 상회
하반기부터 실적성장은 다소 부담
의미있는 주가상승을 위해서는 신약개발에 가시적 성과가 필요

Facts : 매출호조와 R&D비용 절감으로 영업이익은 컨센서스를 상회

매출은 2,704억원으로 컨센서스를 4% 상회했지만 영업이익은 231억원(+16% YoY)으로 컨센서스를 38%나 상회했다. 가장 큰 이유는 사노피(Sanofi)와의 공동연구비 감액 수정계약에 따라 R&D비용 전년 대비 57억원 감소했기 때문이다. 이에 따라 1분기 22%에 달했던 매출 대비 R&D비용은 2분기 16%로 하락했다. 사노피와의 수정계약으로 연간 200억~300억원의 R&D비용을 절감할 수 있을 전망이다. 자회사 한미정밀화학의 매출은 336억원으로 전년 대비 63%, 수출은 241억원으로 전년 대비 28% 증가하며 실적개선에 기여했다.

Pros & cons : 하반기부터 실적성장은 다소 부담

R&D비용의 절감은 한미약품의 비용부담을 한층 완화시켜줄 수 있어 현금흐름 측면에서 긍정적이다. 회사 측은 올해 연간 R&D비용 가이드نس로 매출액의 20%를 제시했다. 이에 올해 예상 R&D비용은 2,134억원으로 기존 예상치 2,232억원 대비 4% 낮춰 잡으면서 올해 영업이익 전망치를 660억원에서 719억원으로 9% 상향한다. 한편 하반기부터는 영업이익의 전년 대비 개선은 기대하기 어렵다는 점은 아쉽다. 2017년 1분기부터 매분기 90억원가량 계상되어오던 제넨텍(Genentech)으로부터의 마일스톤 매출발생이 올해 2분기로 종결되어 더 이상 수익성 개선에 기여할 수 없기 때문이다. 반면 하반기 예상되는 R&D비용집행은 1,113억원으로 전년 하반기 대비 14% 늘어나 실적성장에 있어서는 부담으로 작용할 전망이다.

Action : 의미있는 주가상승을 위해서는 가시적 성과가 필요

한미약품의 신약개발은 여전히 활발히 이루어지고 있다. 에페글레나타이드(Efpeglenatide)는 올해 임상 3상 추가개시가 예정되어 있고 롤론티스(Rolontis)는 BLA재신청을 위해 현재 서류보완 중이다. 오락솔(Oraxol)은 올해 하반기 임상 3상 탐라인이 발표될 예정이며 포지오티닙(Pozitotinib)은 임상 2상이 순항 중에 있다. 그 외 다수의 파이프라인이 임상 중에 있다. 그러나 신약개발에 있어 임상성공이나 추가적인 기술수출 등 가시적인 성과를 보여주지 못한다면 현재의 valuation에 파이프라인 가치하락에 따른 de-rating이 이어질 수 있어 투자의견은 중립을 유지한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(7/30)	2,039
주가(7/30)	290,500
시가총액(십억원)	3,373
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	505,315/286,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,741
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.0/15.2
주요주주(%)	한미사이언스 외 3인 41.4
	국민연금공단 10.0

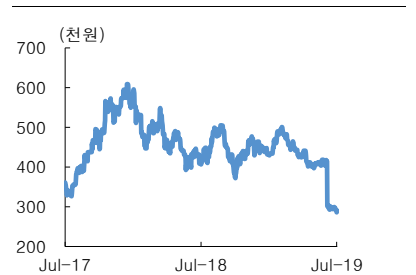
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	215.0	91.1	80.0
PBR(x)	7.4	4.6	4.4
ROE(%)	3.5	5.2	5.8
DY(%)	0.1	0.2	0.2
EV/EBITDA(x)	45.0	32.3	30.6
EPS(원)	2,158	3,188	3,630
BPS(원)	62,395	62,484	66,327

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(28.1)	(32.5)	(28.6)
KOSPI 대비(%p)	(23.8)	(24.9)	(17.5)

주가추이



자료: FnGuide

진홍국

hg.jin@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	241.3	235.3	293.7	274.6	270.4	(1.5)	12.1	260.0
영업이익	19.9	21.5	15.9	25.9	23.1	(10.8)	16.1	16.7
영업이익률(%)	8.2	9.1	5.4	9.4	8.5			6.4
세전이익	22.9	11.4	(1.5)	21.5	31.1	44.7	35.8	13.3
순이익	13.4	11.5	(7.7)	12.7	15.8	24.4	17.9	10.5

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추이 및 전망(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	246	241	235	294	275	270	255	262	1,016	1,062	1,137
YoY	5.2	8.3	3.4	26.3	11.8	12.1	8.3	(10.6)	10.8	4.6	7.0
의약품	229	217	213	223	243	235	234	241	882	952	990
로열티	9	11	9	15	11	5	—	—	45	16	21
기타	7	13	13	56	21	31	21	22	90	95	126
원가&판관비	219	221	214	278	249	247	240	254	932	990	1,058
매출액 대비	89.3	91.7	90.9	94.6	90.6	91.5	94.2	97.0	91.8	93.2	93.1
R&D	47	49	41	57	59	43	54	58	193	213	233
인건비	31	29	29	33	34	34	30	35	122	133	146
수수료	17	17	15	15	19	15	14	14	64	62	66
기타	114	115	117	161	124	142	129	135	507	530	560
영업이익	26	20	21	16	26	23	15	8	84	72	79
YoY	(16.3)	(7.4)	(22.8)	1,024.3	(1.2)	15.8	(30.7)	(49.6)	1.7	(13.9)	9.7
영업이익률	10.7	8.3	9.1	5.4	9.4	8.5	5.8	3.0	8.2	6.8	6.9
당기순이익	8	13	12	(8)	13	16	7	1	25	37	42
YoY	(59.5)	7.6	(44.2)	적전	66.3	21.6	(39.7)	흑전	(58.8)	47.9	13.9
당기순이익률	3.1	5.6	4.9	(2.6)	4.6	6.0	2.7	0.3	2.5	3.5	3.7

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추이 및 전망(수정 전)

(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	47	49	41	57	59	58	49	56	193	223	233
인건비	31	29	29	33	34	34	30	35	122	133	146
수수료	17	17	15	15	19	15	13	14	64	61	65
기타	114	115	117	161	124	129	121	128	507	502	539
영업이익	26	20	21	16	26	16	14	10	84	66	75
YoY	(16.3)	(7.4)	(22.8)	1024.3	(1.2)	(19.9)	(33.6)	(37.8)	1.7	(21.0)	13.4
영업이익률	10.7	8.3	9.1	5.4	9.4	6.0	5.9	3.9	8.2	6.4	6.7
당기순이익	8	13	12	(8)	13	9	7	2	25	30	39
YoY	(59.5)	7.6	(44.2)	적전	66.3	(32.7)	(43.2)	흑전	(58.8)	22.4	27.8
당기순이익률	3.1	5.6	4.9	(2.6)	4.6	3.4	2.7	0.8	2.5	2.9	3.5

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 Peer valuation

(단위: 십억원)

		유한양행	종근당	동아에스티	평균	한미약품
매출액	2018	1,519	956	567		1,016
	2019F	1,581	1,026	586		1,062
	2020F	1,670	1,093	611		1,137
영업이익	2018	50	78	39		84
	2019F	54	75	47		72
	2020F	70	83	44		79
영업이익률(%)	2018	3.3	8.2	6.9		8.2
	2019F	3.4	7.3	8.1		6.8
	2020F	4.2	7.6	7.3		6.9
순이익	2018	57	43	18		25
	2019F	82	—	—		37
	2020F	94	—	—		42
PER(x)	2018	44.3	23.7	50.3	39.4	215.0
	2019F	34.8	18.4	19.0	24.1	91.1
	2020F	30.2	16.2	21.9	22.7	80.0
EPS 증가율(%)	2018	(47.3)	(20.6)	흑전	(35.3)	(59.1)
	2019F	41.9	17.3	130.2	56.5	47.7
	2020F	15.2	13.7	(13.1)	4.4	13.9
PEG(x)	2018	(0.9)	(1.1)	NA	(1.0)	(3.6)
	2019F	0.8	1.1	0.1	0.7	1.9
	2020F	2.0	1.2	(1.7)	0.5	5.8
PBR(X)	2018	1.4	2.3	1.5	1.7	7.4
	2019F	1.5	1.9	1.2	1.6	4.6
	2020F	1.5	1.8	1.2	1.5	4.4
ROE(%)	2018	3.6	10.3	3.0	5.6	3.5
	2019F	4.9	11.1	6.7	7.6	5.2
	2020F	5.4	11.5	5.5	7.5	5.8
EV/EBITDA(x)	2018	24.4	11.1	14.9	16.8	45.0
	2019F	23.1	9.8	10.1	14.3	32.3
	2020F	20.7	8.7	10.3	13.2	30.6

주: 7월 30일 종가 기준

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 5〉 한미약품 valuation

(단위: 십억원)

본업가치	1,108
2019F EBITDA	110.8
대형제약사(종근당, 동아에스티)2019F 평균 EV/EBITDA	10.0
신약가치	3,103
에플라페그라스탐(톨론티스)	570
에페글레나타이드(GLP-1)	1,621
인슐린 콤보(insulin+GLP-1 agonist)	203
RAF inhibitor(HM95573)	229
기타(24개 파이프라인, 개당 200억원 적용)	480
순차입금(2019F)	(572)
합계	3,638
발행주식수(백만주)	11.6
적정주가(원)	313,310

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 한미약품 R&D 스케줄

파이프라인	파트너사	적응증	국가	진행상황	1H19	2H19
Elpeglenatide	Sanofi	당뇨	미국	3상 진행중		
Rolontis	Spectrum	호중구감소증	미국	BLA 자진철회		BLA 재신청
Oraxol	Athenex	고형암	미국	3상 진행중		3상 종료 및 결과발표
Poziotinib	Spectrum	유방암/비소세 포폐암	미국	2상 진행중		2상 중간결과
		고형암	중국	2상 준비중		2상 IND 제출
HM12525A	Janssen	비만/당뇨	미국	2상 진행중	2상 중단	
Belvarafenib	Genentech	고형암	한국	1상 진행중	1상 진행	
HM43239(FLT)	—	급성골수성백혈병	미국	1상 진행중	1상 진행	
GLP-2 Analog	—	단장증후군	한국	1상 IND 허가		1상 개시
LAPS Insulin	—	당뇨	미국	1상 진행중	1상 진행	
LAPS Insulin Analog	—	당뇨	미국	2상 준비중	1상 종료	
LAPS Triple Analog	—	비만/NASH	미국	1상 진행중		NASH 임상 결과발표
LAPS Glucagon Analog	—	선천성 고인슐린증	한국	1상 진행중		1상 진행

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%), 한미정밀학(원료의약품 생산, 지분율 63.0%)가 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	658	564	505	505	642
현금성자산	47	67	21	41	134
매출채권및기타채권	250	183	182	176	190
재고자산	232	248	246	237	172
비유동자산	1,003	1,127	1,232	1,323	1,353
투자자산	72	71	74	79	86
유형자산	790	900	1,010	1,103	1,103
무형자산	46	61	58	57	74
자산총계	1,661	1,691	1,737	1,828	1,995
유동부채	639	435	498	498	579
매입채무및기타채무	286	173	44	47	51
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	945	988	1,088
지배주주지분	712	703	704	749	814
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	415	415	415	415	415
기타자본	(16)	(21)	31	62	62
이익잉여금	285	288	242	261	333
비지배주주지분	81	86	89	91	93
자본총계	792	789	793	840	907

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(63)	26	139	148	263
당기순이익	69	34	47	43	79
유형자산감가상각비	32	41	52	53	53
무형자산상각비	5	6	6	6	8
자산부채변동	(166)	(98)	76	15	121
기타	(3)	43	(42)	31	2
투자활동현금흐름	(153)	(146)	(137)	(146)	(195)
유형자산투자	(247)	(182)	(162)	(146)	(53)
유형자산매각	5	0	0	0	0
투자자산순증	104	64	(8)	(11)	(10)
무형자산순증	(15)	(29)	(3)	(6)	(25)
기타	0	1	36	17	(107)
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	(46)	20	93

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

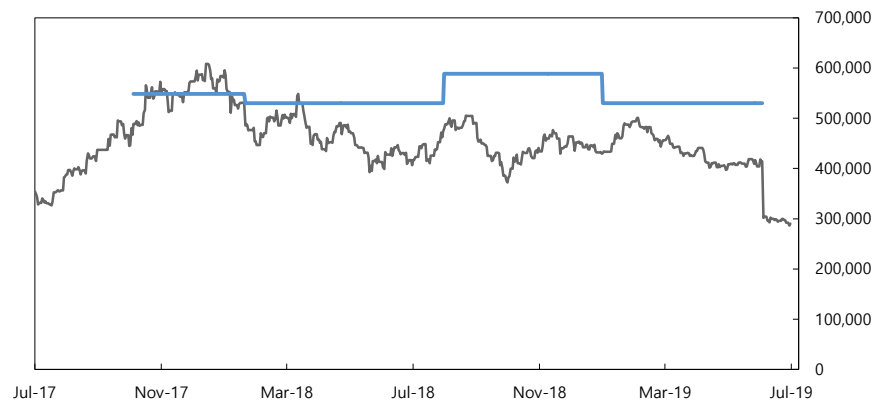
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	917	1,016	1,062	1,137	1,232
매출원가	398	475	479	500	504
매출총이익	518	541	583	637	728
판매관리비	436	457	511	558	603
영업이익	82	84	72	79	125
금융수익	5	7	7	5	9
이자수익	4	4	4	2	6
금융비용	11	25	31	30	31
이자비용	11	19	23	24	25
기타영업외손익	(18)	(15)	17	(1)	(6)
관계기업관련손익	0	0	0	0	3
세전계속사업이익	59	50	64	53	100
법인세비용	(10)	16	17	11	21
연결당기순이익	69	34	47	43	79
지배주주지분순이익	60	25	37	42	77
기타포괄이익	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	64	28	41	36	72
지배주주지분포괄이익	59	19	32	36	71
EBITDA	119	131	130	138	186

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,270	2,158	3,188	3,630	6,684
BPS	62,645	62,395	62,484	66,327	71,958
DPS	481	490	490	490	490
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.8	10.8	4.6	7.0	8.3
영업이익증가율	206.9	1.7	(13.9)	9.7	58.3
순이익증가율	159.1	(58.8)	47.9	13.9	84.1
EPS증가율	161.6	(59.1)	47.7	13.9	84.1
EBITDA증가율	80.7	10.2	(0.4)	6.0	34.6
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.2	6.8	6.9	10.1
순이익률	6.6	2.5	3.5	3.7	6.3
EBITDA Margin	12.9	12.9	12.3	12.1	15.1
ROA	4.2	2.0	2.8	2.4	4.1
ROE	8.8	3.5	5.2	5.8	9.9
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
배당성향	9.2	22.7	15.4	13.5	7.3
안정성					
순차입금(십억원)	336	533	769	782	629
차입금/자본총계비율(%)	60.1	80.0	103.7	101.7	97.8
Valuation(X)					
PER	108.7	215.0	91.1	80.0	43.5
PBR	9.1	7.4	4.6	4.4	4.0
EV/EBITDA	58.3	45.0	32.3	30.6	21.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	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 31일 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 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.