

# 한미약품(128940)

## 본업의 호조로 실적도 양호

주력제품 판매호조로 컨센서스 상회한 영업이익  
연구개발은 멈추지 않는다  
파이프라인 마일스톤에 대한 지속적 관심권고

### Facts : 주력제품 판매호조로 컨센서스를 상회한 영업이익

고혈압 치료제 아모잘탄, 역류성식도염 치료제 에소메졸, 고지혈증 치료제 로수젯 등 주력제품의 판매호조로 매출은 전년대비 12% 늘었으며 영업이익은 컨센서스를 18% 상회한 260억원(-1% YoY, 영업이익률 9.5%)을 기록했다. 1분기 집행된 R&D비용(자체임상 및 Efteglenatide 임상 3상에 대한 비용부담)은 593억원으로 전년대비 26% 증가했으며 연결기준 매출의 22%에 육박하는 수준이었음에도 양호한 실적을 기록했다.

### Pros & cons : 연구개발은 멈추지 않는다

올해는 R&D비용이 2,204억원으로 전년대비 21% 늘어날 것으로 예상되기에 본업의 선방이 그 어느 때보다 반갑다. 하지만 올해 3분기부터 Genentech으로부터 유입된 기술료의 매출반영이 종료된다. 따라서 올해는 이익이 크게 개선될 수 있는 상황이 아니다. 올해 영업이익은 전년대비 16% 감소한 703억원(영업이익률 7%)을 예상한다. 최근 한미약품은 BTK 저해제 권리반환, 롤론티스 BLA 제출지연 등 파이프라인 마일스톤에 차질이 있었다. 하지만 올해 1분기에는 경구용 항암신약 오락솔 임상 3상 환자모집 완료, 포지오티닙 2상 환자모집 완료, 차세대 AML 치료제인 FLT 저해제(HM43239) 글로벌 임상 1상 개시 등 다양한 마일스톤이 있었다. 그 외에도 벨라티닙(고형암), LSD1 저해제(소세포폐암, AML), A2AR 길항제(면역항암) 등 신규 파이프라인이 지속적으로 공개되고 있어 파이프라인 가치의 점진적인 상승을 기대해 본다.

### Action : 파이프라인 마일스톤에 대한 지속적 관심권고

매수의견과 SOTP로 산출한 목표주가 53만원을 유지한다. 목표 시가총액은 5.94조원이며 본업가치 1.74조원, 신약가치 4.77조원, 순현금 -0.56조원을 합산하여 산출했다. 현금흐름 개선이나 valuation의 정당화 측면에서 이제는 기술료 유입이나 추가적인 기술수출과 같은 R&D 결실이 절실하다. 2분기에는 오락솔의 임상 3상 중간결과 발표, HM12525A(당뇨/비만), 임상 2상 종료, 롤론티스 BLA 재신청 등의 파이프라인 마일스톤에 대한 지속적인 관심을 권고한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 530,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(4/30)	2,204
주가(4/30)	434,500
시가총액(십억원)	5,045
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	505,315/372,363
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,692
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.0/15.0
주요주주(%)	한미사이언스 외 3인 41.4
국민연금	10.0

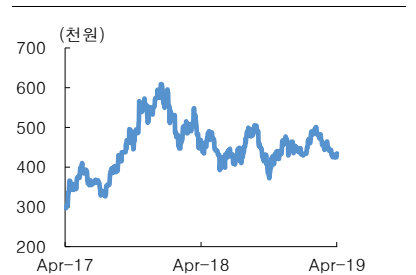
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	215.0	113.4	97.0
PBR(x)	7.4	7.0	6.5
ROE(%)	3.5	6.3	7.1
DY(%)	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(x)	45.0	44.4	39.7
EPS(원)	2,158	3,833	4,479
BPS(원)	62,395	62,437	66,863

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.7)	16.7	(5.0)
KOSPI 대비(%p)	(7.7)	7.3	7.4

### 주가추이



자료: FnGuide

진홍국

hg.jin@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	245.7	241.3	235.3	293.7	274.6	(6.5)	11.8	265
영업이익	26.3	20.0	21.5	15.9	26.0	63.7	(1.0)	22
영업이익률(%)	10.7	8.3	9.1	5.4	9.5	4.1	(1.2)	8.3
세전이익	17.6	23.0	11.4	(1.5)	21.7	NM	23.6	21
순이익	11.2	14.4	13.4	(4.9)	17.5	NM	55.7	14

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한미약품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	246	241	235	294	275	267	241	254	1,016	1,036	1,112
YoY	5.2	8.3	3.4	26.3	11.8	10.5	2.3	(13.6)	10.8	1.9	7.3
의약품	229	217	213	223	241	230	221	234	882	926	963
로열티	9	11	9	15	11	4	—	—	45	15	23
기타	7	13	13	56	23	32	20	20	90	95	125
원가&판관비	219	221	214	278	249	243	227	246	932	965	1,027
매출액 대비	89.3	91.7	90.9	94.6	90.5	91.3	94.2	97.1	91.8	93.2	92.4
R&D	47	49	41	57	59	57	51	53	193	220	233
인건비	31	29	29	33	32	32	30	35	122	129	142
수수료	17	17	15	15	17	15	13	14	64	59	65
기타	114	115	117	161	127	126	119	130	507	501	529
영업이익	26	20	21	16	26	23	14	7	84	70	85
YoY	(16.3)	(7.4)	(22.8)	1,024.3	(1.0)	16.0	(35.6)	(53.7)	1.7	(15.8)	20.8
영업이익률	10.7	8.3	9.1	5.4	9.5	8.7	5.8	2.9	8.2	6.8	7.6
당기순이익	8	13	12	(8)	17	21	5	1	25	44	52
YoY	(59.5)	7.6	(44.2)	적전	126.1	56.0	(55.1)	흑전	(58.8)	77.9	16.9
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 3〉 한미약품 valuation

(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

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 한미약품 R&amp;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 중간결과	3상 종료 및 NDA 제출
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 종료	3상 개시
HM95573	Genentech	고형암	한국	1상 진행중	1상 진행	
HM43239	—	급성골수성백혈병	미국	1상 진행중	1상 개시	
HM15912	—	단장증후군	한국	1상 진행중	1상 개시	
HM12460A	—	당뇨	미국	1상 진행중	1상 종료	
HM15211	—	비만/NASH	미국	1상 진행중		1상 종료
HM15136	—	선천성 고인슐린증	한국	1상 진행중		1상 종료
HM12460A	—	당뇨	미국	1상 진행중	1상 종료	

자료: 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	658	564	509	518	627
현금성자산	47	67	35	63	131
매출채권및기타채권	250	183	178	172	186
재고자산	232	248	240	232	168
비유동자산	1,003	1,127	1,228	1,316	1,344
투자자산	72	71	72	78	84
유형자산	790	900	1,007	1,096	1,096
무형자산	46	61	58	57	72
자산총계	1,661	1,691	1,737	1,834	1,971
유동부채	639	435	496	497	537
매입채무및기타채무	286	173	43	46	50
단기차입금및단기사채	170	202	200	200	200
유동성장기부채	108	14	12	12	12
비유동부채	229	467	447	490	510
사채	50	198	188	178	168
장기차입금및금융부채	147	219	422	465	508
부채총계	869	902	943	987	1,047
지배주주지분	712	703	704	755	831
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	415	415	415	415	415
기타자본	(16)	(21)	18	48	48
이익잉여금	285	288	256	283	366
비지배주주지분	81	86	89	91	93
자본총계	792	789	792	846	924

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(63)	26	147	148	237
당기순이익	69	34	45	53	90
유형자산감가상각비	32	41	56	57	57
무형자산상각비	5	6	6	6	8
자산부채변동	(166)	(98)	87	14	80
기타	(3)	43	(47)	18	2
투자활동현금흐름	(153)	(146)	(137)	(146)	(193)
유형자산투자	(247)	(182)	(162)	(146)	(57)
유형자산매각	5	0	0	0	0
투자자산순증	104	64	(8)	(11)	(10)
무형자산순증	(15)	(29)	(3)	(6)	(23)
기타	0	1	36	17	(103)
재무활동현금흐름	138	140	(42)	26	25
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	144	155	190	32	32
배당금지급	0	(9)	(6)	(6)	(6)
기타	(6)	(6)	(226)	0	(1)
기타현금흐름	(5)	(1)	0	0	0
현금의증가	(83)	20	(32)	28	68

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

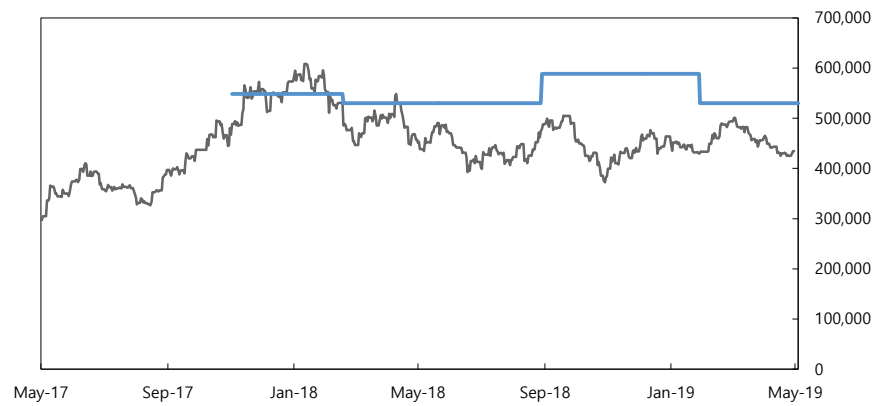
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	917	1,016	1,036	1,112	1,203
매출원가	398	475	456	479	491
매출총이익	518	541	580	633	711
판매관리비	436	457	509	548	581
영업이익	82	84	70	85	131
금융수익	5	7	4	3	4
이자수익	4	4	1	1	1
금융비용	11	25	21	20	20
이자비용	11	19	13	14	14
기타영업외손익	(18)	(15)	3	(2)	(2)
관계기업관련손익	0	0	0	0	3
세전계속사업이익	59	50	56	67	115
법인세비용	(10)	16	11	14	25
연결당기순이익	69	34	45	53	90
지배주주지분순이익	60	25	44	52	88
기타포괄이익	(5)	(6)	(6)	(6)	(6)
총포괄이익	64	28	38	47	84
지배주주지분포괄이익	59	19	38	46	82
EBITDA	119	131	132	148	195

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,270	2,158	3,833	4,479	7,626
BPS	62,645	62,395	62,437	66,863	73,431
DPS	481	490	490	490	490
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.8	10.8	1.9	7.3	8.2
영업이익증가율	206.9	1.7	(15.8)	20.8	53.6
순이익증가율	159.1	(58.8)	77.9	16.9	70.3
EPS증가율	161.6	(59.1)	77.6	16.9	70.3
EBITDA증가율	80.7	10.2	1.2	11.8	31.9
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.2	6.8	7.6	10.9
순이익률	6.6	2.5	4.3	4.7	7.3
EBITDA Margin	12.9	12.9	12.8	13.3	16.2
ROA	4.2	2.0	2.6	3.0	4.7
ROE	8.8	3.5	6.3	7.1	11.1
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	9.2	22.7	12.8	10.9	6.4
안정성					
순차입금(십억원)	336	533	755	760	635
차입금/자본총계비율(%)	60.1	80.0	103.7	100.9	95.9
Valuation(X)					
PER	108.7	215.0	113.4	97.0	57.0
PBR	9.1	7.4	7.0	6.5	5.9
EV/EBITDA	58.3	45.0	44.4	39.7	29.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한미약품 (128940)	2017.01.02	중립	—	—	—
	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	—	—



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 2일 현재 한미약품 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 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 높이 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.