

2018. 1. 30



▲ 제약/바이오

Analyst 이태영

02. 6098-6658

taeyoung.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 720,000 원

현재주가 (1.29) 592,000 원

상승여력 21.6%

KOSPI 2,598.19pt

시가총액 67,403억원

발행주식수 1,139만주

유동주식비율 58.16%

외국인비중 14.04%

52주 최고/최저가 620,000원/262,330원

평균거래대금 426.5억원

주요주주(%)

한미사이언스 외 3 인 41.39

국민연금 9.22

신동국 외 1 인 9.13

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.4 60.9 125.7

상대주가 -3.7 48.7 81.0

주가그래프



한미약품 128940

4Q17 Review: 연구개발 순항 중

- ✓ 매출액 2,326 억원, 영업이익 29 억원 기록하며 추정치 하회
- ✓ 기술료수익 감소 및 원가율, 판관비 증가가 원인
- ✓ '18 년 Rolontis, HM71224 등 주요 파이프라인 중간 결과 도출
- ✓ LAPS Triple agonist, FIT3 등 총 5 개 파이프라인 임상 1 상 진입 예정
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 720,000 원 제시. 제약업종 Top Pick

매출액 2,326 억원, 영업이익 29 억원 기록하며 추정치 하회

한미약품의 4 분기 실적은 긴 연휴에 따라 다소 부진한 매출액 증가, 인센티브 지급 및 제품믹스 악화에 따른 판관비/원가율 증가로 인해 컨센서스를 하회했다. 부진한 실적은 1) 기존 분기별 지급 인센티브를 4 분기에 일시 지급하게 된 점, 2) JVM 의 중국 수출 물량 증가에 따라 매출원가율이 증가하게 된 점, 3) 원가율 높은 제품 위주로 제품믹스가 변화된 점 때문이다.

'18 년 주요 R&D 성과 도출 기대

'18 년에는 1 분기 롤론티스의 임상 3 상 중간결과 발표를 시작으로 릴리에 기술이전한 BTK 저해제 HM71224 의 임상 2 상 중간결과 발표, 안센과 공동 개발중인 LAPS GLP/GCG 의 임상 1b 상 완료 등의 임상 개발 결과가 도출될 예정이다. 또한 표적 폐암 치료제인 올무티닙의 글로벌 임상 3 상 진입, 전임상 단계에 있는 LAPS Triple agonist, 표적 항암제인 FIT3 저해제, LAPS Glucagon 등 총 5 개의 파이프라인이 임상 1 상에 진입할 예정이어서 지속적인 가치 향상이 기대된다.

실적보다는 R&D 에 주목. 투자의견 Buy, 적정주가 720,000 원 상향

한미약품의 가치를 이루는 핵심은 연구개발 파이프라인의 가치다. 4 분기 실적은 다소 부진하지만, 연구개발은 계획대로 차근차근 진행 중이다. 그에 따라 신규 임상 1 상 진입 후보물질의 가치를 반영하고 평가 기준 시계열을 '18 년 말로 변경하여 파이프라인 가치를 4 조 9,431 억원으로 기존 대비 9.5%상향하고 적정주가를 720,000 원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	882.7	26.8	23.3	2,049	-81.3	57,920	136.8	4.8	49.7	3.5	117.4
2017F	916.6	83.7	61.9	5,437	132.5	63,584	107.4	9.2	57.6	8.9	107.4
2018E	1,046.4	97.7	65.4	5,747	2.7	69,331	103.5	8.6	52.0	8.6	106.6
2019E	1,089.5	163.4	112.7	9,902	72.3	79,232	60.1	7.5	34.9	13.3	91.6
2020E	1,134.4	163.5	128.6	11,296	14.1	90,529	52.7	6.6	22.8	13.3	66.2

표1 한미약품 3Q17 실적 Review

(십억원, 연결)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	232.6	172.1	35.2	227.6	2.2	234.7	-0.9	238.6	-2.5
영업이익	2.9	-16.0	흑전	27.8	-89.6	22.6	-87.2	24.8	-88.3
세전이익	0.6	-49.0	흑전	21.2	-97.2	21.6	-97.2	3.4	-82.4
순이익	10.9	-38.3	흑전	22.8	-52.2	16.2	-32.7	16.1	-32.3
영업이익률(%)	1.2	-9.3		12.2		9.6		10.4	
순이익률(%)	4.7	-22.3		10.0		6.9		6.7	

자료: 한미약품, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,126.3	1,092.7	1,046.4	1,089.5	-7.1	-0.3
영업이익	133.0	150.6	97.7	163.4	-26.6	8.5
순이익	100.1	115.7	72.4	124.7	-27.7	7.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 한미약품 SOTP Valuation

(십억원)	가치	배율	조정 비율	환산 가치	비고
1. 영업가치	(A)			2,762.5	
-기존사업	134.1	20.6		2,762.5	'18예상 로열티 수익 제외 EVITDA에 상위제약사 평균 12m Fwd EV/EVITDA인 20.6배 적용
2. 파이프라인가치	(B)			4,943.1	
Rolontis				677.7	
Efpeglenatide				1,222.8	
Poziotinib (BC)				177.8	
Poziotinib (NSCLC)				462.4	
HM71224				412.5	
HM95573				657.5	
LAPS Insulin 115				606.1	
Olita				187.3	
HM12525A				339.0	
임상 1상 진입 파이프라인				200.0	파이프라인당 400억원 가정 (임상 1상 단계 Deal의 평균 Upfornt)
3. 비영업가치	(C)			576.0	
북경한미약품	202.2	3.5	73.7	521.5	3Q17기준 자본금에 중국 제약산업 평균 PBR(3.5) 적용
한미정밀화학	86.6	1	63	54.5	3Q17기준 자본금
4. 순차입금	(D)			309.5	4Q17기말 기준
5. 주주가치				7,972.1	(A)+(B)+(C)-(D)
6. 주식 수				11,111,955	
7. 적정주가(원)				717,431	

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	882.7	916.6	1,046.4	1,089.5	1,134.4
매출액증가율 (%)	-33.0	3.8	14.2	4.1	4.1
매출원가	421.9	398.1	447.2	451.9	470.5
매출총이익	460.9	518.4	599.2	637.6	663.9
판매관리비	434.1	434.8	501.6	474.2	500.4
영업이익	26.8	83.7	97.7	163.4	163.5
영업이익률	3.0	9.1	9.3	15.0	14.4
금융손익	-2.0	-7.8	-8.6	-10.6	-8.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.8	-15.6	2.5	5.0	0.0
세전계속사업이익	8.0	60.3	91.6	157.8	155.3
법인세비용	-22.3	-10.1	19.2	33.1	13.1
당기순이익	30.3	70.4	72.4	124.7	142.2
지배주주지분 순이익	23.3	61.9	65.4	112.7	128.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	413.0	-5.7	-30.3	98.0	275.2
당기순이익(손실)	30.3	70.4	72.4	124.7	142.2
유형자산상각비	35.7	31.8	37.1	39.9	135.6
무형자산상각비	3.1	4.5	5.7	6.4	10.2
운전자본의 증감	331.5	-114.8	-137.9	-63.8	-12.8
투자활동 현금흐름	-355.2	-121.9	-124.0	-111.8	-6.7
유형자산의증가(CAPEX)	-200.3	-243.4	-27.8	-27.8	0.0
투자자산의감소(증가)	10.8	-31.6	-6.4	0.8	-3.3
재무활동 현금흐름	-62.9	130.6	100.0	15.0	-173.6
차입금의 증감	-35.4	170.3	100.0	15.0	-173.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.0	1.2	-46.7	10.3	95.0
기초현금	138.3	130.4	131.5	84.8	95.1
기말현금	130.4	131.5	84.8	95.1	190.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	840.7	671.7	745.7	788.5	912.1
현금및현금성자산	130.4	131.5	84.8	95.1	190.1
매출채권	250.5	244.8	313.7	343.2	357.3
재고자산	190.4	178.9	217.2	219.7	228.7
비유동자산	756.2	1,002.8	1,072.3	1,136.0	993.5
유형자산	598.9	791.9	782.6	770.6	635.0
무형자산	40.1	49.4	123.7	197.3	187.1
투자자산	43.3	74.9	81.3	80.5	83.8
자산총계	1,597.0	1,674.5	1,818.0	1,924.4	1,905.5
유동부채	544.1	637.7	615.9	608.7	445.7
매입채무	50.6	49.0	53.0	51.5	53.7
단기차입금	77.4	147.4	172.4	177.4	177.4
유동성장기부채	93.8	163.8	153.8	173.6	0.0
비유동부채	318.3	229.3	322.3	311.3	313.2
사채	109.7	4.9	39.9	10.2	10.2
장기차입금	49.7	151.9	201.9	221.9	221.9
부채총계	862.5	867.0	938.2	920.0	758.8
자본금	26.1	27.9	27.9	27.9	27.9
자본잉여금	417.3	415.5	415.5	415.5	415.5
기타포괄이익누계액	-3.5	5.5	5.5	5.5	5.5
이익잉여금	228.9	290.8	356.2	469.0	597.6
비지배주주지분	75.1	83.5	90.5	102.4	116.0
자본총계	734.5	807.5	879.8	1,004.5	1,146.7

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	77,529	80,500	91,906	95,690	99,630
EPS(지배주주)	2,049	5,437	5,747	9,902	11,296
CFPS	8,989	10,822	11,889	18,055	27,164
EBITDAPS	5,765	10,535	12,343	18,417	27,164
BPS	57,920	63,584	69,331	79,232	90,529
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	136.8	107.4	103.5	60.1	52.7
PCR	31.2	54.0	50.0	33.0	21.9
PSR	3.6	7.3	6.5	6.2	6.0
PBR	4.8	9.2	8.6	7.5	6.6
EBITDA	65.6	120.0	140.5	209.7	309.3
EV/EBITDA	49.7	57.6	52.0	34.9	22.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	8.9	8.6	13.3	13.3
EBITDA 이익률	7.4	13.1	13.4	19.2	27.3
부채비율	117.4	107.4	106.6	91.6	66.2
금융비용부담률	1.1	1.3	1.0	1.2	1.0
이자보상배율(x)	2.7	6.8	8.9	12.8	14.7
매출채권회전율(x)	1.7	3.7	3.7	3.3	3.2
재고자산회전율(x)	5.1	5.0	5.3	5.0	5.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이태영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.09	산업분석	Buy	540,000	이태영	-39.0	-25.4	
2017.01.24	산업브리프	Buy	385,000	이태영	-23.8	-21.0	
2017.02.08	기업브리프	Buy	385,000	이태영	-17.8	-10.8	
2017.04.24	산업브리프	Buy	385,000	이태영	-13.7	6.1	
2017.06.01	산업분석	Trading Buy	410,000	이태영	-3.9	1.1	
2017.06.12	기업브리프	Trading Buy	450,000	이태영	-9.4	14.4	
2017.11.03	기업브리프	Buy	600,000	이태영	-9.1	-2.0	
2017.11.28	산업분석	Buy	660,000	이태영	-11.3	-4.2	
2018.01.30	기업브리프	Buy	720,000	이태영	-	-	