

한미약품(128940)

이제는 파이프라인에서 뭔가 보여줘야 한다

2분기 실적은 기대치에 부합
현재 valuation이 정당화되려면 R&D에서의 성과가 가시화되어야 할 것
매수 투자 의견과 목표주가 54만원 유지

Facts : 기대치에 부합한 2분기

한미약품의 매출액은 2,413억원으로 이상지혈증 치료제 로수젯, 역류성식도염 치료제 에소메졸, 뇌기능 개선제 카니틸 등 주력 ETC제품의 판매성장에 힘입어 8% 증가하며 시장 기대치 2,360억원에 부합했다. R&D 비용은 485억원(매출대비 20%)으로 전년 대비 32% 늘었으나 수익성 높은 ETC제품의 판매호조로 영업이익은 시장 기대치 193억원에 부합한 199억원(-7% YoY, OPM 8%)을 달성했다. 작년 2분기 아테넥스로부터 수취한 일회성 마일스톤(73억원)을 제외한다면 실질적으로 영업이익은 21% 증가한 셈이다.

Pros & cons : 이제는 보여줘야 한다

Top-line이 성장하며 펀더멘털이 개선되고 있어 긍정적이다. 그러나 전년 약 1,700억원에 달했던 R&D 비용은 올해는 2천억원에 육박할 전망이다. 한미약품의 영업활동에 의한 현금흐름(CFO)은 2016년 4,193억원에서 사노피에 계약금 1,200억원을 반환하면서 2017년 마이너스(629억원)로 돌아섰다. R&D 비용의 증가와 더불어 올해는 사노피에 천억원 가량의 계약금 추가반환이 예정되어 있어 CFO가 플러스로 돌아서기는 어려울 전망이다. 이에 대응하기 위해 한미약품은 올해 4월 1,150억원 가량의 회사채를 발행하여 재무부담을 어느정도 해소했으나 결국 현재의 valuation을 정당화하려면 R&D에서의 성과가 가시화되어야 할 것이다.

Action : 결국 파이프라인의 방향성이 중요

한미약품 대해 매수 투자 의견과 SOTP로 산출한 목표주가 54만원을 유지한다. 목표주가는 본업가치 1.9조원, 신약가치 4.6조원, 순차입금 0.38조원을 합산하여 산출했다. 올해 4분기 호중구 감소증 치료제 롤론티스의 BLA신청을 시작으로 GLP/GCG dual agonist(HM12525A), 포지오티닙 등 임상 2상 파이프라인의 개발진척 및 triple agonist(HM15211) 등 임상 1상 파이프라인의 기술수출 여부 등이 주가상승의 모멘텀으로 작용할 전망이다. 파이프라인 진행상황을 지속적으로 주시하기를 권고한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 540,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/31)	2,295
주가(7/31)	424,500
시가총액(십억원)	4,833
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	620,000/332,515
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,054
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.0/12.0
주요주주(%)	한미사이언스 외 3 인 41.4
	국민연금 10.0

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	108.7	112.6	58.3
PBR(x)	9.1	6.5	5.4
ROE(%)	8.8	5.9	10.3
DY(%)	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(x)	58.2	41.1	29.8
EPS(원)	5,375	3,769	7,285
BPS(원)	63,891	65,316	78,002

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.8	(28.9)	17.6
KOSPI 대비(%p)	2.2	(18.3)	22.1

주가추이



자료: WISEfn

진흥국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	222.8	227.6	232.6	245.7	241.3	(1.8)	8.3	236.0
영업이익	21.5	27.8	1.4	26.3	19.9	(24.0)	(7.4)	19.3
영업이익률(%)	9.6	12.2	0.6	10.7	8.3			8.4
세전이익	9.3	21.2	(0.9)	17.6	22.9	30.7	146.7	15.7
순이익	12.5	20.6	8.4	7.7	13.4	75.2	7.6	13.9

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 한미약품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	234	223	228	233	246	241	239	256	917	982	1,064
YoY	(8.9)	(5.0)	3.6	35.2	5.3	8.3	4.9	10.2	3.8	7.2	8.3
의약품	216	209	210	222	233	219	221	235	856	904	951
로열티	17	16	15	9	9	11	11	14	58	46	64
기타	1	(2)	3	2	4	11	7	7	3	33	49
원가&판관비	202	201	200	230	223	221	221	243	834	904	952
매출액 대비	86.6	90.3	87.8	98.7	90.7	91.8	92.5	94.6	91.0	92.1	89.5
R&D	37	42	46	46	42	49	50	51	171	196	216
인건비	26	27	26	37	28	28	27	40	115	126	132
수수료	15	19	17	16	14	14	14	15	68	59	64
기타	115	104	102	121	128	119	119	125	444	477	484
영업이익	31	22	28	3	23	20	18	14	82	78	112
YoY	39.0	236.9	102.2	흑전	(26.9)	(7.4)	(35.7)	875.3	206.9	(5.3)	43.6
OPM	13.4	9.7	12.2	1.3	9.3	8.2	7.5	5.4	9.0	7.9	10.5
당기순이익	19	12	21	11	16	13	10	11	60	43	82
YoY	(50.3)	(37.9)	330.9	흑전	(17.0)	7.6	(49.4)	33.2	159.1	(29.4)	93.3
NPM	8.1	5.6	9.1	4.6	6.4	5.6	4.4	4.4	6.6	4.3	7.8

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 한미약품 valuation

(단위: 십억원)

본업가치	1,867
2018F/2019F 평균 EBITDA	143
대형제약사 2018F/2019F 평균 EV/EBITDA	12.8
신약가치	4,582
에플라페그라스팀(롤론티스)	387
에페글레나타이드(GLP-1)	1,561
인슐린 콤보(insulin+GLP-1 agonist)	177
GLP/GCC dual (HM12525A)	636
RAF inhibitor(HM95573)	201
기타(18개 파이프라인, 개당 900억원 적용)	1,620
순차입금(2018F)	(381)
합계	6,068
발행주식수(백만주)	11.2
적정주가(원)	543,556

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 피어 밸류에이션

(단위: 십억원)

		한미약품	유한양행	녹십자	종근당	동아에스티	평균
Sales	2017	917	1,462	1,288	884	555	
	2018F	982	1,555	1,362	951	585	
	2019F	1,064	1,676	1,447	1,015	611	
OP	2017	82	89	90	78	24	
	2018F	78	105	92	84	46	
	2019F	112	119	98	91	43	
OPM(%)	2017	9.0	6.1	7.0	8.8	4.3	
	2018F	7.9	6.7	6.7	8.8	7.9	
	2019F	10.5	7.1	6.8	9.0	7.1	
NP	2017	60	109	53	54	(5)	
	2018F	43	124	70	52	30	
	2019F	82	141	72	65	30	
EPS	2017	(84.6)	(35.3)	(15.4)	31.0	-	(10.5)
	2018F	161.6	9.1	31.6	(12.4)	-	7.9
	2019F	(29.9)	13.8	3.3	30.1	(13.5)	7.2
PER(x)	2017	108.7	23.9	49.6	24.3	-	32.6
	2018F	112.6	22.3	29.7	20.9	21.4	23.6
	2019F	58.3	19.6	28.7	16.1	24.7	22.3
PEG(x)	2017	(1.3)	(0.7)	(3.2)	0.8	-	(1.0)
	2018F	0.7	2.5	0.9	(1.7)	-	0.6
	2019F	(2.0)	1.4	8.7	0.5	(1.8)	2.2
EV/EBITDA(x)	2017	58.3	19.3	22.4	13.5	18.4	18.4
	2018F	41.1	14.7	16.0	10.2	11.7	13.2
	2019F	29.8	13.2	15.5	9.1	12.3	12.5
ROE(%)	2017	8.8	7.0	5.2	14.2	(0.9)	6.4
	2018F	5.9	7.6	6.6	11.8	6.3	8.1
	2019F	10.3	8.1	6.4	13.8	5.2	8.4

주: 7월 31일 종가 기준

자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 1] R&D 파이프라인



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	841	658	658	830	904
현금성자산	130	47	42	180	196
매출채권및기타채권	272	250	241	264	288
재고자산	190	232	251	264	288
비유동자산	756	1,003	1,064	1,025	1,052
투자자산	43	72	77	83	91
유형자산	599	790	845	820	820
무형자산	40	46	48	46	58
자산총계	1,597	1,661	1,722	1,855	1,956
유동부채	544	639	643	638	654
매입채무및기타채무	275	286	266	274	299
단기차입금및단기사채	77	170	166	164	164
유동성장기부채	94	108	104	102	102
비유동부채	318	229	269	260	251
사채	110	50	237	225	213
장기차입금및금융부채	51	147	32	35	38
부채총계	862	869	912	898	905
지배주주지분	659	712	728	872	966
자본금	26	28	28	28	28
자본잉여금	417	415	415	415	415
기타자본	(9)	(16)	10	21	21
이익잉여금	229	285	280	418	516
비지배주주지분	75	81	82	85	86
자본총계	735	792	810	957	1,051

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	413	(63)	(27)	98	128
당기순이익	30	69	47	83	104
유형자산감가상각비	36	32	46	56	56
무형자산상각비	3	5	5	5	6
자산부채변동	332	(166)	1	(43)	(43)
기타	12	(3)	(126)	(3)	5
투자활동현금흐름	(355)	(153)	(2)	78	(96)
유형자산투자	(200)	(247)	(106)	(36)	(56)
유형자산매각	1	5	5	5	0
투자자산순증	(132)	104	(9)	(11)	(12)
무형자산순증	(23)	(15)	(7)	(3)	(18)
기타	(1)	0	115	123	(10)
재무활동현금흐름	(63)	138	29	(33)	(15)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(35)	144	64	(13)	(9)
배당금지급	(20)	0	(6)	(6)	(6)
기타	(8)	(6)	(29)	(14)	0
기타현금흐름	(3)	(5)	(5)	(5)	0
현금의증가	(8)	(83)	(5)	138	16

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

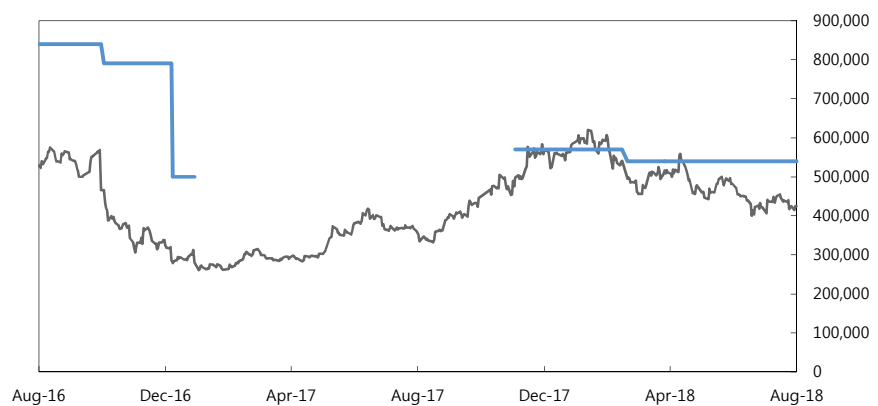
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	883	917	982	1,064	1,160
매출원가	422	398	435	458	504
매출총이익	461	518	547	607	656
판매관리비	434	436	469	495	529
영업이익	27	82	78	112	127
금융수익	8	5	3	3	3
이자수익	3	4	1	1	2
금융비용	10	11	15	8	(2)
이자비용	10	11	11	10	0
기타영업외손익	(17)	(18)	2	(4)	(4)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	8	59	67	103	129
법인세비용	(22)	(10)	19	20	25
연결당기순이익	30	69	47	83	104
지배주주지분순이익	23	60	43	82	103
기타포괄이익	(13)	(5)	(5)	(5)	(5)
총포괄이익	17	64	43	79	100
지배주주지분포괄이익	12	59	39	78	99
EBITDA	66	119	129	173	190

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,055	5,375	3,769	7,285	9,127
BPS	58,735	63,891	65,316	78,002	86,191
DPS	0	490	490	490	490
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(33.0)	3.8	7.2	8.3	9.0
영업이익증가율	(87.4)	206.9	(5.3)	43.6	13.9
순이익증가율	(84.9)	159.1	(29.4)	93.3	25.3
EPS증가율	(84.6)	161.6	(29.9)	93.3	25.3
EBITDA증가율	(74.9)	80.7	8.8	33.9	9.8
수익성(%)					
영업이익률	3.0	9.0	7.9	10.5	11.0
순이익률	2.6	6.6	4.3	7.8	8.9
EBITDA Margin	7.4	12.9	13.1	16.2	16.4
ROA	1.8	4.2	2.8	4.7	5.5
ROE	3.5	8.8	5.9	10.3	11.2
배당수익률	—	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	0.0	9.2	13.0	6.7	5.4
안정성					
순차입금(십억원)	2	336	405	254	220
차입금/자본총계비율(%)	45.2	60.1	66.6	55.0	49.3
Valuation(X)					
PER	136.4	108.7	112.6	58.3	46.5
PBR	4.8	9.1	6.5	5.4	4.9
EV/EBITDA	49.3	58.2	41.1	29.8	27.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한미약품(128940)	2016.02.23	매수	840,000원	-30.2	-20.8
	2016.10.03	매수	790,000원	-55.2	-45.3
	2016.12.08	매수	500,000원	-41.5	-37.4
	2017.01.02	중립	-	-	-
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	중립	-	-	-
	2017.11.03	매수	570,000원	-1.3	8.8
	2018.02.19	매수	540,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 1일 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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 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.