한미약품(128940)

매수(유지) / TP: 600,000원(상향)

주가(8/30, 원)	488,500
시가총액(십억원)	5,562
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	620,000/392,838
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	24,688
유동주식비율(%)	58.0
외국인지분율(%)	12.7
주요주주(%)	한미사이언스 외 3 인 41.4
	국민연금 10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	883	27	23	2,055	(84.6)	66	136.4	49.3	4.8	3.5	–
2017A	917	82	60	5,375	161.6	119	108.7	58.2	9.1	8.8	0.1
2018F	992	81	46	4,033	(25.0)	133	119.8	45.5	8.5	6.8	0.1
2019F	1,073	104	82	7,209	78.8	165	67.0	36.5	7.7	12.3	0.1
2020F	1,237	126	88	7,784	8.0	187	62.1	32.0	7.0	12.0	0.1

주: 순이익은 지분법적용 순이익

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.9	5.5	23.4
상대주가(%p)	17.2	10.5	26.2

주가추이

이제 뭔가 보여줄 때가 왔다

하반기 주요 모멘텀 두가지: 오는 9월 25일 세계폐암학회(World Conference on Lung Cancer)에서 한미약품의 파트너 Spectrum은 포지오티닙에 대한 임상 2상 중간결과를 발표할 예정이다(초록은 9월 5일 공개). 포지오티닙의 임상 2상은 EGFR 또는 HER2 Exon 20 돌연변이 양성 비소세포폐암에 대한 연구로 현재 174명 환자를 대상으로 미국 20여개 기관에서 진행 중이다. 한편 Spectrum은 올해 말 한미약품의 호중구감소증 치료제 롤론티스에 대한 BLA를 신청할 계획이다. 이르면 내년 말에는 미국시장에 출시될 수 있을 것으로 기대한다. 출시된다면 롤론티스는 미국시장에 출시되는 한미약품의 첫 신약이 될 것이며 이는 한미약품의 기업가치를 한단계 올리는 계기가 될 것으로 판단한다.

3분기 양호한 실적전망: 3분기 매출액은 2,441억원(+7.3% YoY), 영업이익은 201억원(-28% YoY, OPM 8.3%)을 예상한다. 영업이익은 전년 대비 감소하나 작년 3분기 일회성 기술수출료 50억원이 유입되었다는 점을 감안하면 양호한 실적이라는 판단이다. 2분기 R&D비용은 전년 대비 13% 늘어난 513억원으로 예상하나 주력 ETC품목의 판매호조가 지속되고 있어 수익성 훼손에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상한다.

목표주가를 60만원으로 상향: 한미약품 대해 매수의견을 유지하며 목표주가는 60만원으로 11% 상향한다. 목표주가 상향의 주요근거는 대형 제약사들의 하반기 실적향상과 투자심리 개선을 감안하여 EV/EBITDA target을 12.8배에서 15.5배로 올리고 롤론티스의 출시 기대감에 따라 성공률을 58%에서 85%로 상향했기 때문이다. 목표 시가총액은 6.7조원이며 본업가치 2.2조원, 신약가치 4.9조원, 순차입금 0.44조원을 합산하여 산출했다. 포지오티닙, 롤론티스 외에도 내년에는 GLP/GCG dual agonist(HM12525A) 임상 2상 종료, triple agonist(HM15211)의 임상 1상 완료 및 기술수출 여부 등이 주가상승의 모멘텀으로 작용할 전망이다. 파이프라인 진행상황을 지속적으로 주시하기를 권고한다.

진홍국
hg.jin@truefriend.com

<표 11> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	**234**	**223**	**228**	**233**	**246**	**241**	**244**	**261**	**917**	**992**	**1,073**
YoY	(8.9)	(5.0)	3.6	35.2	5.2	8.3	7.3	12.0	**3.8**	**8.2**	**8.2**
의약품	216	209	210	222	229	217	221	235	**856**	**902**	**949**
로열티	17	16	15	9	9	11	11	14	**58**	**46**	**37**
기타	1	(2)	3	2	7	13	13	11	**3**	**44**	**87**
원가&판관비	202	201	200	231	219	221	224	246	**834**	**911**	**968**
매출액 대비	86.6	90.3	87.8	99.4	89.3	91.7	91.7	94.5	**91.0**	**91.9**	**90.3**
R&D	37	37	46	51	47	49	51	52	**171**	**198**	**212**
인건비	26	27	26	36	31	29	27	40	**115**	**127**	**135**
수수료	15	19	17	16	17	17	16	15	**68**	**65**	**66**
기타	115	109	102	117	114	115	118	127	**444**	**473**	**500**
영업이익	**31**	**22**	**28**	**1**	**26**	**20**	**20**	**14**	**82**	**81**	**104**
YoY	39.0	236.9	102.2	흑전	(16.3)	(7.4)	(27.6)	909.9	**206.9**	**(1.9)**	**29.6**
OPM	13.4	9.7	12.2	0.6	10.7	8.3	8.3	5.5	**9.0**	**8.1**	**9.7**
당기순이익	**19**	**12**	**21**	**8**	**8**	**13**	**13**	**12**	**60**	**46**	**82**
YoY	(50.3)	(37.9)	330.9	흑전	(59.5)	7.6	(37.5)	39.1	**159.1**	**(24.4)**	**78.8**
NPM	8.1	5.6	9.1	3.6	3.1	5.6	5.3	4.5	**6.6**	**4.6**	**7.6**

자료: 한국투자증권

<표 12> Valuation(수정 후)

(단위: 십억원)

본업가치	**2,233**
2018F/2019F 평균 EBITDA	144
대형제약사 2018F/2019F 평균 EV/EBITDA	15.5
신약가치	**4,891**
에플라페그라스팀(롤론티스)	567
에페글레나타이드(GLP-1)	1,630
인슐린 콤보(insulin+GLP-1 agonist)	186
GLP/GCC dual (HM12525A)	678
RAF inhibitor(HM95573)	210
기타(18개 파이프라인, 개당 900억원 적용)	1,620
순차입금(2018F)	**(444)**
합계	6,680
발행주식수(백만주)	11.2
적정주가(원)	**598,361**

자료: 한국투자증권

<표 13> Valuation(수정 전)

(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 14> Peer valuation

(단위: 십억원)

		유한양행	대웅제약	종근당	동아에스티	평균	한미약품
매출액	2017	1,462	960	884	555		917
	2018F	1,556	1,027	954	586		992
	2019F	1,675	1,101	1,019	607		1,073
영엽이익	2017	89	39	78	24		82
	2018F	104	36	84	48		81
	2019F	117	50	91	43		104
영업이익률(%)	2017	6.1	4.1	8.8	4.3		9.0
	2018F	6.7	3.5	8.8	8.2		8.1
	2019F	7.0	4.5	9.0	7.1		9.7
순이익	2017	109	32	54	(5)		60
	2018F	123	24	51	42		46
	2019F	140	36	64	33		82
PER(x)	2017	23.9	60.4	24.3	N/A	36.2	108.7
	2018F	23.3	93.9	21.3	21.1	39.9	121.1
	2019F	20.5	62.6	16.4	25.7	31.3	67.8
EPS 증가율(%)	2017	(32.4)	17.1	31.0	적전	1.2	161.6
	2018F	13.2	(24.0)	(7.8)	흑전	(7.4)	(25.0)
	2019F	13.4	50.0	29.7	(17.7)	16.1	78.8
PEG(x)	2017	(0.7)	3.5	0.8	NA	1.2	0.7
	2018F	1.8	(3.9)	(2.7)	NA	(1.6)	(4.9)
	2019F	1.5	1.3	0.6	(1.4)	0.5	0.9
PBR(X)	2017	1.5	3.4	3.2	1.4	2.4	9.1
	2018F	1.6	4.0	2.4	1.4	2.3	8.6
	2019F	1.5	3.9	2.1	1.3	2.2	7.8
ROE(%)	2017	7.0	6.2	14.2	(0.9)	6.6	8.8
	2018F	7.5	4.6	11.8	6.6	7.6	6.8
	2019F	8.0	6.8	13.8	5.2	8.4	12.3
EV/EBITDA(X)	2017	19.3	28.5	13.5	18.4	19.9	58.3
	2018F	15.4	27.2	10.4	11.9	16.2	45.8
	2019F	14.0	23.2	9.2	12.8	14.8	36.9
EPS 증가율(%)	2017	67.6	117.1	131.0	NA	1.2	161.6
	2018F	113.2	76.0	92.2	NA	(7.4)	(25.0)
	2019F	113.4	150.0	129.7	82.3	16.1	78.8

자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 4] 한미약품 파이프라인

자료: 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, 제분율 63.0%)가 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	841	658	712	749	867
현금성자산	130	47	92	94	102
매출채권및기타채권	272	250	244	266	323
재고자산	190	232	254	266	322
비유동자산	756	1,003	1,024	1,028	1,034
투자자산	43	72	78	84	97
유형자산	599	790	804	822	834
무형자산	40	46	48	46	43
자산총계	1,597	1,661	1,736	1,776	1,901
유동부채	544	639	640	635	697
매입채무및기타채무	275	286	269	276	350
단기차입금및단기사채	77	170	166	164	164
유동성장기부채	94	108	104	102	102
비유동부채	318	229	381	361	342
사채	110	50	40	30	20
장기차입금및금융부채	51	147	356	339	322
부채총계	862	869	1,021	996	1,039
지배주주지분	659	712	632	696	775
자본금	26	28	28	28	28
자본잉여금	417	415	415	415	415
기타자본	(9)	(16)	(136)	(70)	6
이익잉여금	229	285	330	332	340
비지배주주지분	75	81	82	85	87
자본총계	735	792	714	780	862

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	883	917	992	1,073	1,237
매출원가	422	398	440	468	536
매출총이익	461	518	551	605	701
판매관리비	434	436	471	500	575
영업이익	27	82	81	104	126
금융수익	8	5	3	3	3
이자수익	3	4	1	2	2
금융비용	10	11	14	13	12
이자비용	10	11	13	13	12
기타영업외손익	(17)	(18)	2	8	(3)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	8	59	71	102	114
법인세비용	(22)	(10)	20	20	24
연결당기순이익	30	69	50	82	90
지배주주지분순이익	23	60	46	82	88
기타포괄이익	(13)	(5)	(5)	(5)	(5)
총포괄이익	17	64	46	78	85
지배주주지분포괄이익	12	59	41	77	84
EBITDA	66	119	133	165	187

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	413	(63)	(22)	127	126
당기순이익	30	69	50	82	90
유형자산감가상각비	36	32	48	56	57
무형자산상각비	3	5	5	5	5
자산부채변동	332	(166)	47	(38)	(55)
기타	12	(3)	(172)	22	29
투자활동현금흐름	(355)	(153)	(62)	(73)	(69)
유형자산투자	(200)	(247)	(67)	(78)	(69)
유형자산매각	1	5	5	5	0
투자자산순증	(132)	104	(10)	(11)	(17)
무형자산순증	(23)	(15)	(7)	(3)	(2)
기타	(1)	0	17	14	19
재무활동현금흐름	(63)	138	133	(46)	(44)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(35)	144	191	(32)	(27)
배당금지급	(20)	0	(6)	(6)	(6)
기타	(8)	(6)	(52)	(8)	(11)
기타현금흐름	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
현금의증가	(8)	(83)	44	3	7

주: K-IFRS (연결) 기준

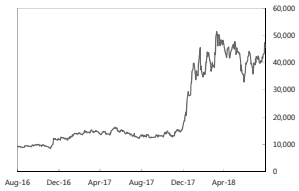
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,055	5,375	4,033	7,209	7,784
BPS	58,735	63,891	56,895	62,477	69,424
DPS	0	490	490	490	490
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(33.0)	3.8	8.2	8.2	15.3
영업이익증가율	(87.4)	206.9	(1.9)	29.6	20.5
순이익증가율	(84.9)	159.1	(24.4)	78.8	8.0
EPS증가율	(84.6)	161.6	(25.0)	78.8	8.0
EBITDA증가율	(74.9)	80.7	12.4	23.6	13.4
수익성(%)					
영업이익률	3.0	9.0	8.1	9.7	10.2
순이익률	2.6	6.6	4.6	7.6	7.1
EBITDA Margin	7.4	12.9	13.4	15.4	15.1
ROA	1.8	4.2	3.0	4.7	4.9
ROE	3.5	8.8	6.8	12.3	12.0
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	0.0	9.2	12.2	6.8	6.3
안정성					
순차입금(십억원)	2	336	482	448	413
차입금/자본총계비율(%)	45.2	60.1	93.4	81.4	70.6
Valuation(X)					
PER	136.4	108.7	121.1	67.8	62.8
PBR	4.8	9.1	8.6	7.8	7.0
EV/EBITDA	49.6	58.3	45.8	36.9	32.3

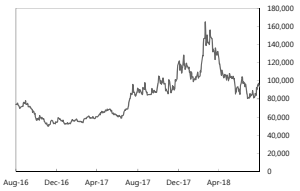
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼천당제약(000250)	2018.07.16	NR	-	-	-
메디포스트(078160)	2017.12.21	NR	-	-	-
제넥신(095700)	2018.08.30	NR	-	-	-
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	-13.6	3.5
	2018.08.30	매수	600,000원	-	-
엔지켐생명과학(183490)	2018.06.25	NR	-	-	-
삼성바이오로직스(207940)	2017.06.28	매수	350,000원	-19.7	-6.7
	2017.09.17	매수	400,000원	-15.7	-5.6
	2017.10.13	매수	440,000원	-13.6	-4.7
	2018.01.29	매수	530,000원	-14.4	-2.1
	2018.04.09	매수	610,000원	-	-
코오롱티슈진(950160)	2018.06.07	NR	-	-	-

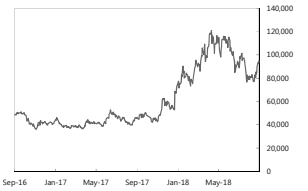
삼천당제약(000250)



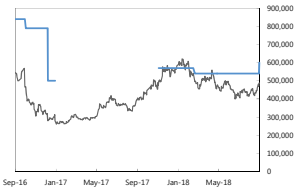
메디포스트(078160)



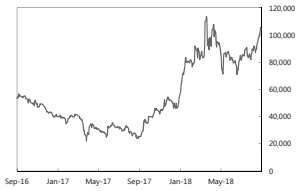
제넥신(095700)



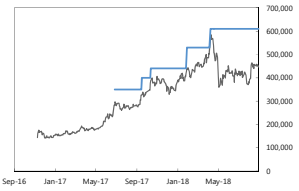
한미약품(128940)



엔지켐생명과학(183490)



삼성바이오로직스(207940)



코오롱티슈진(950160)

■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 30일 현재 삼천당제약,메디포스트,제넥신,한미약품,엔지켐생명과학,삼성바이오로직스,코오롱티슈진 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한미약품,삼성바이오로직스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 엔지켐생명과학,삼성바이오로직스,코오롱티슈진 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 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.