

한미약품

BUY(유지)

128940 기업분석 | 제약

목표주가(하향)	500,000원	현재주가(10/29)	382,500원	Up/Downside	+30.7%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 10. 30

R&D 모멘텀은 여전하다

News

전년동기 일회성 요인 제외시 양호한 실적: 연결기준 3Q18 실적은 매출액 2,353억원(+3.4%YoY), 영업이익 215억원(-22.8%YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 전년동기의 일회성 요인인 기술료 마일스톤을 제외하면 양호한 실적이다. 원외처방조제액을 기준으로 주요 제품인 로수젯이 144억원(+38.7%YoY), 아모질탄이 170억원(+3.3%YoY)으로 제품매출 증가에 기여했다.

Comment

3Q18 만큼이나 빛민한 4Q18 전망: 본업은 매출 증가와 동시에 상품 비중을 낮추면서 이익률 개선에 기여하고 있다. 북경한미도 제품미스 개선 효과로 양호한 실적을 기록 중이다. 4Q18은 3Q18만큼의 매출 성장이 기대되지만 R&D 비용 증가로 인해 영업이익이 전분기 대비 감소할 것으로 전망된다. 18년 연간 매출액 전망은 유지하나 R&D 비용 증가를 반영하여 18년 연간 영업이익 추정치를 13% 하향 조정한다. 4Q18에 기대되는 파이프라인 변화는 롤론티스의 추가임상결과 발표 및 FDA 허가신청, BTK억제제의 적응증 변경여부 확정 등이 있다.

Action

군더더기 없는 가격에 근접: 최근 지수 하락을 반영하여 전임상 단계의 파이프라인에 부여했던 프리미엄을 기업가치에서 제외시키고 목표주가를 500,000원으로 하향한다. 다만, 19년 LAPS Glucagon, LAPS GLP-2 analogue, FLT3 억제제의 신규 임상 진입과 LAPS GLP/GCG 임상2상 완료, Triple agonist의 임상1상 완료, LAPS Insulin 1상 완료 등의 파이프라인 진행 모멘텀이 살아있기 때문에 시장 전반적인 투자심리가 개선될 경우 섹터 내에서 가장 먼저 주목 받을 것으로 기대한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	Stock Data
매출액	883	917	970	978	1,017	52주 최저/최고 382,500/620,000원
(증가율)	-33.0	3.8	5.8	0.9	3.9	KOSDAQ /KOSPI 630/1,996pt
영업이익	27	82	80	94	95	시가총액 43,550억원
(증가율)	-87.4	206.9	-2.1	16.5	1.3	60일-평균거래량 50,197
자배주주순이익	23	60	53	66	68	외국인지분율 13.2%
EPS	2,049	5,308	4,663	5,803	5,971	60일-외국인지분율변동추이 +1.2%
PER (H/L)	354.1/128.9	112.2/48.6	82.0	65.9	64.1	주요주주 한미사이언스 외 3 인 41.4%
PBR (H/L)	12.5/4.6	9.5/4.1	5.7	5.3	4.9	(천원) 1,000 (pt)
EV/EBITDA (H/L)	123.2/49.6	59.5/28.5	37.8	32.3	31.0	한미약품(좌) KOSPI지수대비(우)
영업이익률	3.0	9.0	8.3	9.6	9.3	주가상승률 1M 3M 12M
ROE	3.5	8.8	7.2	8.4	8.0	절대기준 -23.5 -10.0 -19.5
						상대기준 -10.2 3.5 0.7



도표 1. 한미약품 3Q18 실적 Review(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	3Q18P	3Q17	%YoY	2Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	235.3	227.6	3.4	241.3	-2.5	236.8	-0.6	246.7	-4.6
영업이익	21.5	27.8	-22.7	19.9	8.0	21.4	0.5	20.5	4.9
당기순이익	9.4	22.8	-58.8	14.4	-34.7			15.2	-38.2

자료: 한미약품, DB금융투자

도표 2. 한미약품 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
한미약품(연결)												
매출액	233.5	222.8	227.6	232.6	245.7	241.3	235.3	247.4	916.5	969.7	978.2	1016.7
%YoY	-8.9	-5.0	3.6	35.2	5.2	8.3	3.4	6.4	3.8	5.8	0.9	3.9
영업이익	31.4	21.5	27.8	1.4	26.3	19.9	21.5	12.7	82.2	80.4	93.7	94.9
%YoY	39.0	236.9	102.2	108.8	-16.2	-7.6	-22.8	806.5	206.9	-2.1	16.5	1.3
한미약품(별도)												
매출액	178.1	171.9	174.4	178.1	179.6	186.6	181.2	185.6	702.5	740.3	722.8	750.5
의약품 매출	160.8	155.6	159.5	168.9	170.4	180.6	172.6	178.1	644.8	701.7	722.8	729.5
기술료 매출	17.3	16.3	14.9	9.2	9.2	11.1	9.2	9.1	57.7	38.6	0.0	0.0
R&D 비용	36.1	31.5	39.9	41.4	41.6	42.4	34.1	48.6	148.9	166.7	161.6	164.9
영업이익	15.7	14.7	18.6	-2.0	8.7	15.2	12.3	0.5	46.9	36.7	28.9	31.6
복경한미약품												
매출액	55.6	49.5	54.0	55.1	67.2	51.4	55.1	60.9	214.2	231.6	254.8	267.5
영업이익	14.7	6.1	9.0	3.3	18.6	6.2	9.9	3.6	33.1	37.1	40.8	42.8
한미정밀화학												
매출액	21.9	24.9	21.1	19.2	20.1	20.6	20.6	20.7	87.1	82.0	88.0	86.0
영업이익	1.3	1.5	0.4	-0.2	-1.7	-1.3	0.0	0.8	3.0	3.3	3.5	3.4

자료: 한미약품, DB금융투자

도표 3. 한미약품 Valuation (목표주가 500,000원으로 하향)

(단위: 십억원 배, 원)

	2018E 매출액	적용 PSR	환산가치	비고
A. 영업가치		978	2.0	1,956 기술이전 계약전 최대 PSR
B. 신약가치(합)			3,633	
C. 당뇨병치료제 – GLP-1 작용제(에페글레나타이드)			832 사노피社 기술이전	
D. 자가면역치료제 – BTK 억제제(HM71224/LY3337641)			595 릴리社 기술이전	
E. 당뇨병/비만치료제 – GLP-1/GCG(HM12525A)			173 안센社 기술이전	
F. 호중구감소증치료제 – G-CSF(롤론티스)			399 스펙트럼社 기술이전	
G. 표적항암제 – RAF 억제제(HM95573)			133 제넨텍社 기술이전	
H. 그외 파이프라인			1,500	
I. 기업가치(A+B)			5,589	
J. 발행주식수(1,000주, 자기주식수 제외)			11,163	
K. 목표주가(I/J*1,000,000)			500,664	

자료: 한미약품, DB금융투자

도표 4. 한미약품 R&D 파이프라인

(단위: 백만달러)

프로젝트명	작용기전	적응증	진행상황	예상 이벤트	계약일	계약대상	계약규모
1 에페글레나타이드 (SAR-439977)	(LAPS) GLP-1 Analog	당뇨/비만	P3 진행 중, 18.4 MACE 개시 18.9 Dula비교P3 개시	2Q20 P3 중간 결과 2Q21 MACE 완료	15.11	Sanofi, 프랑스	2,924 유로
2 HM71224 (LY337641)	BTK 저해제	자가면역질환	P2 중단	2H18 적응증 변경 후 임상개시	15.03	Lilly, 미국	690
3 HM12525A (JNJ-64565111)	(LAPS) 주1회 GLP/GCG	당뇨/비만	P1 2건 진행 중, 18.7 신규 P1, P2 개시	4Q18 P2 2건 결과 19.3 P2 완료	15.11	Janssen, 미국	915
4 에플리페그라스틴 (클론티스)	(LAPS) GCSF Analog	호중구감소증	P3 완료, ADVANCE/RECOVER (MASCC 7월 발표)	4Q18 혁신신청(미국) 2H18 추가 결과 발표	12.01	Spectrum, 미국	239
5 HM95573	RAF 저해제	각종고형암	P1(3개) 진행 중	2H18 P2 개시	15.09	Genentech, 미국	910
6 HM30181A (오락술)	경구용 파클리탁셀	유방암	P3 진행 중, 18.7 P1개시(혈관육종), 18.9 P3 美 DSMB 중간평가 긍정적	4Q19 P3 완료			
7 포지오티닙	pan-HER 저해제	각종고형암	P2 진행 중 18.9 폐암 P2 중간결과 발표	4Q18 P2 결과(미국)		Ruye, 중국 / Spectrum	
8 올무티닙 (올리타)	EGFR 억제제	폐암	P2 완료	N/A	15.11	Zailab, 중국	92
9 에페소마트로핀	(LAPS) 주1회 성장호르몬	성장호르몬 결핍증	P2 완료	1Q 18 P2 개시(소아)			
10 루미네이트	인테그린 저해제	망막질환	P2 완료	N/A		Allegro, 미국	
11 HM12460A	(LAPS) 주1회 인슐린	당뇨	P1 진행 중	1Q19 P1 종료(미국)			
12 HM30181A (오락테칸)	경구용 이리노테칸	대장암	P1 완료	N/A		Athenex, 미국	34
13 KX2-391	Src/Tubulin 이중억제제	각종고형암	P1 완료	N/A		Athenex, 미국	
14 HM14220	(LAPS) Insulin Combo	당뇨	전임상	N/A	15.11	Sanofi, 프랑스	
15 HM51211	(LAPS) Triple Agonist	비만 /NASH	18.4 P1 진행 18.10 EASD 발표	2Q19 P1 완료			
16 HM15136	(LAPS) Glucagon Analog	선천성고인슐린증	전임상	1H19 P1 개시			
17 HM15450	(LAPS) ASB	무코다당체침착증	전임상	N/A			
18 HM15910	(LAPS) GLP-2 Analog	단장 증후군	전임상	N/A			
19 HM21001	유전자 세포치료제	교모세포종	전임상	N/A			
20 HM43239	FLT3	혈액암	전임상	3Q 18 P1개시			
21 이중항체	PD-1/TAA1 이중항체	고형암	전임상	N/A			
22 이중항체	PD-1/TAA2 이중항체	고형암	전임상	N/A			
23 이중항체	PD-1/TAA3 이중항체	고형암	전임상	N/A			

자료: 한미약품, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	841	658	682	749	846	매출액	883	917	970	978	1,017
현금및현금성자산	130	47	22	60	175	매출원가	422	398	431	425	437
매출채권및기타채권	272	250	373	369	343	매출총이익	461	518	539	553	580
재고자산	190	232	158	189	195	판관비	434	436	459	460	485
비유동자산	756	1,003	1,037	1,042	1,018	영업이익	27	82	80	94	95
유형자산	599	790	829	838	818	EBITDA	66	119	127	148	151
무형자산	40	46	41	37	33	영업외손익	-19	-24	-14	-9	-8
투자자산	43	72	72	72	72	금융순익	-2	-6	-11	-10	-9
자산총계	1,597	1,661	1,719	1,791	1,864	투자순익	0	0	0	0	0
유동부채	544	639	641	644	645	기타영업외손익	-17	-18	-3	1	1
매입채무및기타채무	275	286	288	291	291	세전이익	8	59	67	84	86
단기应付 및 단기차채	77	170	170	170	170	증단사업이익	0	0	0	0	0
유동성장기부채	94	108	108	108	108	당기순이익	30	69	61	75	78
비유동부채	318	229	229	229	229	자비주주지분순이익	23	60	53	66	68
사채및장기차입금	159	196	196	196	196	비자비주주지분순이익	7	9	8	9	10
부채총계	862	869	871	874	874	총포괄이익	17	64	61	75	78
자본금	26	28	28	28	28	증감률(%YoY)					
자본잉여금	417	415	415	415	415	매출액	-33.0	3.8	5.8	0.9	3.9
이익잉여금	229	285	333	393	456	영업이익	-87.4	206.9	-2.1	16.5	1.3
비자주주지분	75	81	88	98	107	EPS	-84.9	159.1	-12.1	24.5	2.9
자본총계	735	792	848	918	990	주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨					

현금흐름표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(% 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	413	-63	72	115	162	주당지표(원)					
당기순이익	30	69	61	75	78	EPS	2,049	5,308	4,663	5,803	5,971
현금유동이 없는 비용 및 수익	72	55	64	73	74	BPS	57,920	62,509	66,734	72,049	77,533
유형 및 무형자산상각비	39	36	47	54	56	DPS	0	490	490	490	490
영업관련자산부채변동	332	-166	-46	-25	20	Multiple(배)					
매출채권및기타채권의감소	527	-16	-122	4	26	P/E	136.8	110.0	82.0	65.9	64.1
재고자산의감소	-35	-43	74	-31	-6	P/B	4.8	9.3	5.7	5.3	4.9
매입채권및기타채무의증가	-8	-3	2	3	0	EV/EBITDA	49.7	58.5	37.8	32.3	31.0
투자활동현금흐름	-355	-153	-80	-58	-29	수익성(%)					
CAPEX	-200	-247	-81	-59	-31	영업이익률	3.0	9.0	8.3	9.6	9.3
투자자산의순증	11	-28	0	0	0	EBITDA마진	7.4	12.9	13.1	15.1	14.8
재무활동현금흐름	-63	138	-18	-18	-18	순이익률	3.4	7.5	6.2	7.7	7.6
사채 및 저당지분의 증가	-35	144	0	0	0	ROE	3.5	8.8	7.2	8.4	8.0
자본금 및 자본잉여금의 증가	0	0	1	0	0	ROA	1.8	4.2	3.6	4.3	4.2
배당금지급	-20	0	-6	-6	-6	ROIC	12.2	10.8	7.0	7.7	7.8
기타현금흐름	-3	-5	0	0	0	안정성 및 기타					
현금의증가	-8	-83	-25	38	115	부채비율(%)	117.4	109.6	102.7	95.2	88.3
기초현금	138	130	47	22	60	이자보상배율(배)	2.7	7.7	6.4	7.4	7.5
기말현금	130	47	22	60	175	배당성향(배)	0.0	8.1	9.2	7.4	7.2

자료: 한미약품, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인인 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주기를 기준으로 신출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

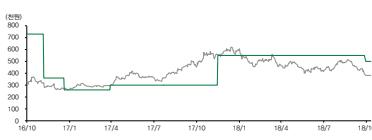
기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한미약품 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
16/10/04	Buy	730,000	-47.1	-37.4			
16/12/06	Hold	360,000	-14.8	-5.3			
17/01/19	Hold	260,000	21.6	32.0			
17/04/28	Hold	300,000	43.4	98.3			
17/12/15	Hold	550,000	-1.4	14.9			
18/05/03	Buy	550,000	-15.9	-4.5			
18/10/30	Buy	500,000	-	-			

주: *표는 담당자 변경