

## 한미약품

BUY(유지)

128940 기업분석 | 제약

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

2018. 10. 30

## R&amp;D 모멘텀은 여전히

## 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 기술로 마일스톤을 제외하면 양호한 실적이다. 원외처방조제약을 기준으로 주요 제품인 로수젯이 144억원(+38.7%YoY), 아모잘탄이 170억원(+3.3%YoY)으로 제품매출 증가에 기여했다.

## Comment

**3Q18 만큼이나 맛있는 4Q18 전망:** 본업은 매출 증가와 동시에 상품 비중을 낮추면서 이익률 개선에 기여하고 있다. 북경한미도 제품믹스 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 <sup>LAPS</sup>Glucagon, <sup>LAPS</sup>GLP-2 analogue, FLT3 억제제의 신규 임상 진입과 <sup>LAPS</sup>GLP/GCG 임상2상 완료, Triple agonist의 임상1상 완료, <sup>LAPS</sup>Insulin 1상 완료 등의 파이프라인 진행 모멘텀이 살아있기 때문에 시장 전반적인 투자심리가 개선될 경우 섹터 내에서 가장 먼저 주목 받을 것으로 기대한다.

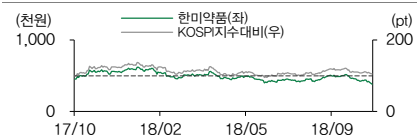
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	883	917	970	978	1,017
(증가율)	-33.0	3.8	5.8	0.9	3.9
영업이익	27	82	80	94	95
(증가율)	-87.4	206.9	-2.1	16.5	1.3
지배주주순이익	23	60	53	66	68
EPS	2,049	5,308	4,663	5,803	5,971
PER (H/L)	354.1/128.9	112.2/48.6	82.0	65.9	64.1
PBR (H/L)	12.5/4.6	9.5/4.1	5.7	5.3	4.9
EV/EBITDA (H/L)	123.2/49.6	59.5/28.5	37.8	32.3	31.0
영업이익률	3.0	9.0	8.3	9.6	9.3
ROE	3.5	8.8	7.2	8.4	8.0

## Stock Data

52주 최저/최고	382,500/620,000원
KOSDAQ /KOSPI	630/1,996pt
시가총액	43,550억원
60일-평균거래량	50,197
외국인지분율	13.2%
60일-외국인지분율변동추이	+1.2%p
주요주주	한미사이언스 외 3인 41.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-23.5	-10.0	-19.5
상대기준	-10.2	3.5	0.7

도표 1. 한미약품 3Q18 실적 Reivew(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
<b>한미약품(연결)</b>												
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
<b>한미약품(별도)</b>												
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
<b>북경한미약품</b>												
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
<b>한미정밀화학</b>												
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(에페글레타이드)			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(톨론티스)			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&amp;D 파이프라인

(단위: 백만달러)

프로젝트명	작용기전	적응증	진행상황	예상 이벤트	계약일	계약대상	계약규모
1 에페글레나타이드 (SAR-439977)	(LAPS) GLP-1 Analog	당뇨/비만	P3 진행중, 18.4 MACE 개시 18.9 Dula 비교 P3 개시	2Q20 P3 중간결과 2Q21 MACE 완료	15.11	Sanofi, 프랑스	2,924유로
2 HM71224 (LY3337641)	BTK 저해제	자가면역질환	P2 중단	적응증 변경 후 임상개시	15.03	Lilly, 미국	690
3 HM12525A (JNJ-64565111)	(LAPS) 주1 회 GLP/GCG	당뇨/비만	P1 2건 진행중, 18.7 신규 P1, P2 개시	4Q18 P2 2건 결과 19.3 P2 완료	15.11	Janssen, 미국	915
4 에플라페그라스탐 (플론티스)	(LAPS) GCSF Analog	호중구감소증	P3완료, ADVANCE/RECOVER (MASCC 7월 발표)	4Q18 허가신청(미국) 2H18 추가 결과 발표	12.01	Spectrum, 미국	239
5 HM95573	RAF 저해제	각종고형암	P1 (3개) 진행중	2H18 P2 개시	15.09	Genentech, 미국	910
6 HM30181A (오락솔)	경구용 파클리탁셀	유방암	P3 진행중, 18.7 P1개시(혈관육종), 18.9 P3 美 DSMB 중간평가 긍정적	4Q19 P3 완료			
7 포지오티닙	pan-HER 저해제	각종고형암	P2 진행중 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) 주1 회 성장호르몬	성장호르몬 결핍증	P2 완료	1Q 18 P2 개시(소아)			
10 루미네이트	인테그린 저해제	망막질환	P2 완료	N/A		Allegro, 미국	
11 HM12460A	(LAPS) 주1 회 인슐린	당뇨	P1 진행중	1Q19 P1 종료(미국)			
12 HM30181A (오라데칸)	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	유교다당체침착증	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(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	841	658	682	749	846
현금및현금성자산	130	47	22	60	175
매출채권및기타채권	272	250	373	369	343
재고자산	190	232	158	189	195
비유동자산	756	1,003	1,037	1,042	1,018
유형자산	599	790	829	838	818
무형자산	40	46	41	37	33
투자자산	43	72	72	72	72
자산총계	1,597	1,661	1,719	1,791	1,864
유동부채	544	639	641	644	645
매입채무및기타채무	275	286	288	291	291
단기차입금및단기차	77	170	170	170	170
유동상장기부채	94	108	108	108	108
비유동부채	318	229	229	229	229
사채및장기차입금	159	196	196	196	196
부채총계	862	869	871	874	874
자본금	26	28	28	28	28
자본잉여금	417	415	415	415	415
이익잉여금	229	285	333	393	456
비지배주주지분	75	81	88	98	107
자본총계	735	792	848	918	990

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	413	-63	72	115	162
당기순이익	30	69	61	75	78
현금유출이없는비용및수익	72	55	64	73	74
유형및무형자산상각비	39	36	47	54	56
영업관련자산부채변동	332	-166	-46	-25	20
매출채권및기타채권의감소	527	-16	-122	4	26
재고자산의감소	-35	-43	74	-31	-6
매입채무및기타채무의증가	-8	-3	2	3	0
투자활동현금흐름	-355	-153	-80	-58	-29
CAPEX	-200	-247	-81	-59	-31
투자자산의순증	11	-28	0	0	0
재무활동현금흐름	-63	138	-18	-18	-18
사채및장기차입금의 증가	-35	144	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	1	0	0
배당금지급	-20	0	-6	-6	-6
기타현금흐름	-3	-5	0	0	0
현금의증가	-8	-83	-25	38	115
기초현금	138	130	47	22	60
기말현금	130	47	22	60	175

자료: 한미약품, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	883	917	970	978	1,017
매출원가	422	398	431	425	437
매출총이익	461	518	539	553	580
판매비	434	436	459	460	485
영업이익	27	82	80	94	95
EBITDA	66	119	127	148	151
영업외손익	-19	-24	-14	-9	-8
금융손익	-2	-6	-11	-10	-9
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-17	-18	-3	1	1
세전이익	8	59	67	84	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	69	61	75	78
지배주주지분순이익	23	60	53	66	68
비지배주주지분순이익	7	9	8	9	10
총포괄이익	17	64	61	75	78
증감률(%YoY)					
매출액	-33.0	3.8	5.8	0.9	3.9
영업이익	-87.4	206.9	-2.1	16.5	1.3
EPS	-84.9	159.1	-12.1	24.5	2.9

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	2,049	5,308	4,663	5,803	5,971
BPS	57,920	62,509	66,734	72,049	77,533
DPS	0	490	490	490	490
Multiple(배)					
P/E	136.8	110.0	82.0	65.9	64.1
P/B	4.8	9.3	5.7	5.3	4.9
EV/EBITDA	49.7	58.5	37.8	32.3	31.0
수익성(%)					
영업이익률	3.0	9.0	8.3	9.6	9.3
EBITDA마진	7.4	12.9	13.1	15.1	14.8
순이익률	3.4	7.5	6.2	7.7	7.6
ROE	3.5	8.8	7.2	8.4	8.0
ROA	1.8	4.2	3.6	4.3	4.2
ROIC	12.2	10.8	7.0	7.7	7.8
안정성및기타					
부채비율(%)	117.4	109.6	102.7	95.2	88.3
이자보상배율(배)	2.7	7.7	6.4	7.4	7.5
배당성향(배)	0.0	8.1	9.2	7.4	7.2

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

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

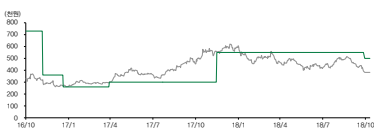
가업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

## 한미약품 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 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