



Outperform(Downgrade)

목표주가: 510,000원
주가(1/29): 429,500원

시가총액: 49,874억원

제약바이오
Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/30)	2,183.36pt	
52 주 주가동향	49,874억원	
최고/최저가 대비	최고가	최저가
등락률	595,585원	372,363원
수익률	-27.89%	15.34%
	1M	절대 상대
	6M	-7.4%
	1Y	3.0%

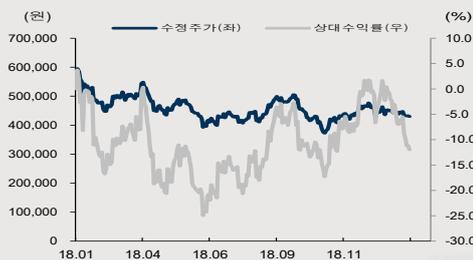
Company Data

발행주식수	11,612천주
일평균 거래량(3M)	40천주
외국인 지분율	13.35%
배당수익률(18E)	0.09%
BPS(18E)	64,301원
주요 주주	한미사이언스 외 41.39%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	8,827	9,166	10,160	11,141
보고영업이익	268	822	836	741
핵심영업이익	268	822	836	741
EBITDA	656	1,186	1,184	1,086
세전이익	80	588	504	622
순이익	303	690	341	436
지배주주지분순이익	233	604	249	362
EPS(원)	2,009	5,204	2,183	3,176
증감률(YoY)	-84.9	159.1	-58.1	45.5
PER(배)	136.9	110.1	262.5	180.4
PBR(배)	4.8	9.3	8.9	8.5
EV/EBITDA(배)	63.1	66.8	79.4	76.0
보고영업이익률(%)	3.0	9.0	8.2	6.7
핵심영업이익률(%)	3.0	9.0	8.2	6.7
ROE(%)	4.1	9.0	4.2	5.2
순부채비율(%)	0.3	42.4	33.5	27.9

Price Trend



한미약품 (128940)

'19년은 실적보다 R&D 진척에 초점



일회성 추가 마일스톤 유입(55억원)으로 4Q18 매출액과 영업이익은 시장 기대치를 상회하였다. 올해는 분기별 약 90억원씩 분할인식된 계약금이 '19.4월 종료되고, 에페글레타나이드 3상 R&D 비용 증가도 예상되면서 이익 개선이 쉽지 않아 보인다. 다만, 상반기 듀얼 어고니스트 2상 종료, 하반기 포지오티닙 중간 결과 발표, 연말 롤론티스 승인과 Triple Agonist(NASH) 기술 수출 기대 등 R&D 진척 및 성과가 주가와 투자심리에 긍정적 영향을 미칠 것 기대해본다.

>>> 기술료 유입으로 기대치 상회

4Q18 연결 매출액 2,937(YoY +26%), 영업이익 159억원(YoY +1,025%)로 시장 기대치 각각 17%, 50% 상회하였다. ETC 사업부 로수젯(+12%), 팔팔(+10%), 에소메졸(+10%) 등 양호한 성장세와 JVM 해외 매출 증가 및 신약 파이프라인 관련 임상 시약 매출 증가로 4Q 수출 전년대비 +96% 성장하였다.

이익 기대치 상회 주된 요인은 제넨텍에 기술 수출한 RAF 저해제 1b상 마일스톤 55억원 유입이었다. 임상 진척으로 인한 유입으로 추정된다. 이 외에는 인센티브 제도 변경 및 4Q로 이연된 R&D 비용 증가 이슈가 있었다. 4분기 세전이익 -16억원, 지배주주순이익 -77억원으로 영업 외에서 이자비용, 금융자산 공정가치 평가 및 이연법인세율이 증가하였다.

북경한미 매출액은 546억원(YoY -1%), 영업이익 82억원(YoY +150%, OPM 15%)를 기록하였다. 상품 매출 감소에 따른 원가 개선으로 '19년에도 개선된 수익성이 유지될 것으로 보인다. 한미정밀화학도 3Q에 이어 4Q 매출 240억원(YoY +25%), 영업이익 15억원(흑자전환) 기록해 실적 개선세가 지속되고 있다.

>>> 올해 감익 예상되나, R&D 마일스톤 유입 기대

'19년 매출액은 1조 1,141억원(YoY +10%), 영업이익은 741억원(YoY -11%)가 전망된다. '16.11월부터 유입된 제넨텍 계약금 분할 인식이 올해 4월 종료된다. 작년까지 분할 인식된 계약금은 분기별 약 90억원(연간 360억원)씩 영업이익에 기여하였으나, 올해에는 120억원(1Q 90억, 2Q 30억)이다. 사노피에 기술수출한 에페글레타나이드 3상도 비용 처리가 결정되면서, 경상개발비는 12% 증가한 1,852억원이 전망된다. 다만, 4분기 롤론티스(스펙트럼) 승인과 듀얼어고니스트(얀센)의 3상 진입으로 마일스톤이 유입된다면, 이익에 기여할 수 있을 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 Outperform, TP 51만원 제시

기존 전망치 대비 Fw12m EBITDA 10% 하향하는 등 동사에 대한 목표주가 51만원으로 하향한다. 다만, 상반기 듀얼 어고니스트 2상 완료, 하반기 포지오티닙 2상 중간결과 발표, 연말 롤론티스 출시 등 파이프라인의 진척이 예상되며, 자체 개발 신약 Triple Agonist(NASH 치료제)의 기술수출 기대감도 존재해 투자의견 Outperform 제시한다.

한미약품 분기 실적 요약

(단위, 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	232.6	245.7	241.3	235.3	293.7	25%	26%	252.1	17%	250.3	17%
영업이익	1.4	26.3	20.0	21.5	15.9	-26%	1021%	13.0	22%	10.6	50%
영업이익률	1%	11%	8%	9%	5%						
세전이익	(1)	17.6	22.9	11.4	(1.6)	적전	N.A	11.6	N.A		
세전이익률	N.A	7%	10%	5%	N.A						
지배주주순이익	8.4	7.7	13.4	11.5	(7.7)	적전	적전	10.4	N.A	5.1	N.A

자료: Fnguide, 전자공시, 키움증권 리서치

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	18,028	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	46,477	
파이프라인	40,782	
- Epeglenatide	19,270	Epeglenatide(GLP-1, Glucagon-Like Peptide-1) - Sanofi
- HM12525	5,501	HM12525(LAPS-GLP/GCG) - 안센 Janssen
- 포지오티닙	3,554	Pozotinib(pan-HER inhibitor) - 스펙트럼
- 롤론티스	7,851	롤론티스(LAPS-G-CSF/SPI-2012) - 스펙트럼
- HM95573	4,606	HM95573(RAF inhibitor) - Genentech
관계기업	5,695	
- 북경한미	5,170	순이익(19E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '19년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	524	순이익(19E) * API 국내 업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	5,495	
④ 유통 주식 수	11,551	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	59,010	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	510,000	

자료: 키움증권 리서치

실적 세부 내용

(단위, 십억원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
한미약품	179.6	191.7	181.9	241.9	795.1	209.8	210.2	201.9	238.8	860.8
내수	145.9	147.0	140.7	164.0	597.6	162.2	161.5	158.8	175.0	657.5
수출	24.6	33.6	32.0	62.7	152.8	38.4	45.8	43.1	63.8	191.0
기술료 수익	9.2	11.1	9.2	15.2	44.7	9.2	3.0	0.0	0.0	12.2
복경한미	67.2	51.4	55.1	54.6	228.3	70.8	56.6	59.7	66.0	253.1
한미정밀화학	20.1	20.6	20.6	24.0	85.3	25.1	25.8	25.8	30.0	106.6
내부매출차감	(21.3)	(22.4)	(22.3)	(26.8)	(92.8)	(28.4)	(24.4)	(25.3)	(28.4)	(106.4)
연결 매출액	245.7	241.3	235.3	293.7	1,016.0	277.4	268.2	262.0	306.4	1,114.1
yoy	5.2%	8.3%	3.4%	26.3%	10.8%	12.9%	11.2%	11.4%	4.3%	9.7%
영업이익	26.3	20.0	21.5	15.9	83.6	29.2	21.1	15.3	8.6	74.1
yoy	-16.3%	-7.3%	-22.9%	1024.6%	1.8%	11.0%	6.0%	-29.0%	-46.1%	-11.3%
OPM	10.7%	8.3%	9.1%	5.4%	8.2%	10.5%	7.9%	5.8%	2.8%	6.7%
지배주주순이익	7.7	13.4	11.5	(7.7)	24.9	15.7	10.7	7.2	2.6	36.2
yoy	-59.5%	7.6%	-44.2%	적전	-58.9%	104.7%	-20.2%	-37.5%	흑전	45.5%

자료: 키움증권 리서치

한미 신약 파이프라인 현황

R&D 신약 파이프라인 현황



자료: 한미약품, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	8,827	9,166	10,160	11,141	12,032
매출원가	4,219	3,982	4,750	5,426	5,859
매출총이익	4,609	5,184	5,410	5,715	6,172
판매비및일반관리비	4,341	4,362	4,574	4,974	5,372
영업이익(보고)	268	822	836	741	801
영업이익(핵심)	268	822	836	741	801
영업외손익	-188	-233	-333	-119	-60
이자수익	30	38	32	35	38
배당금수익	1	1	1	1	2
외환이익	268	34	0	0	0
이자비용	101	107	107	100	100
외환손실	102	144	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	141	19	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	51	13	0	0	0
기타	-476	-88	-259	-56	0
법인세차감전이익	80	588	504	622	740
법인세비용	-223	-101	162	187	222
유효법인세율 (%)	-278.9%	-17.2%	32.2%	30.0%	30.0%
당기순이익	303	690	341	436	518
지배주주지분순이익(억원)	233	604	249	362	430
EBITDA	656	1,186	1,184	1,086	1,142
현금순이익(Cash Earnings)	692	1,054	689	780	860
수정당기순이익	-424	652	341	436	518
증감율(% YoY)					
매출액	-33.0	3.8	10.8	9.7	8.0
영업이익(보고)	-87.4	206.9	1.8	-11.3	8.0
영업이익(핵심)	-87.4	206.9	1.8	-11.3	8.0
EBITDA	-74.9	80.7	-0.2	-8.3	5.2
지배주주지분 당기순이익	-84.9	159.1	-58.9	45.5	18.9
EPS	-84.9	159.1	-58.1	45.5	18.9
수정순이익	N/A	N/A	-47.6	27.6	18.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4,193	-629	994	773	844
당기순이익	303	690	341	436	518
감가상각비	357	318	306	307	307
무형자산상각비	31	46	42	38	35
외환손익	11	68	0	0	0
자산처분손익	48	29	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	3,379	-1,663	300	-6	-15
기타	64	-117	4	-1	-1
투자활동현금흐름	-3,614	-1,529	-446	-475	-460
투자자산의 처분	-1,384	1,040	-126	-155	-140
유형자산의 처분	7	51	0	0	0
유형자산의 취득	-2,003	-2,471	-320	-320	-320
무형자산의 처분	-234	-150	0	0	0
기타	0	2	0	0	0
재무활동현금흐름	-631	1,377	-543	-44	-45
단기차입금의 증가	-414	-7	0	0	0
장기차입금의 증가	58	1,449	-500	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-204	0	-56	-57	-57
기타	-71	-65	13	13	12
현금및현금성자산의순증가	-80	-831	5	254	338
기초현금및현금성자산	1,383	1,304	473	478	732
기말현금및현금성자산	1,304	473	478	732	1,071
Gross Cash Flow	814	1,034	694	779	858
Op Free Cash Flow	2,546	-2,956	895	537	568

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,407	6,581	7,067	7,798	8,578
현금및현금성자산	1,304	473	478	732	1,071
유동금융자산	1,998	931	1,032	1,132	1,222
매출채권및유동채권	3,202	2,856	3,166	3,471	3,749
재고자산	1,904	2,321	2,391	2,463	2,536
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,562	10,028	10,053	10,110	10,164
장기매출채권및기타비유동채권	227	242	269	295	318
투자자산	275	555	581	638	689
유형자산	5,989	7,901	7,914	7,928	7,941
무형자산	401	457	415	377	342
기타비유동자산	670	873	873	873	873
자산총계	15,970	16,609	17,120	17,908	18,742
유동부채	5,441	6,392	6,598	6,995	7,355
매입채무및기타유동채무	3,607	3,363	4,064	4,456	4,813
단기차입금	775	1,703	1,703	1,703	1,703
유동성장기차입금	938	1,083	583	583	583
기타유동부채	121	243	248	252	256
비유동부채	3,183	2,293	2,307	2,320	2,331
장기매입채무및비유동채무	1,233	0	0	0	0
사채및장기차입금	1,609	1,977	1,977	1,977	1,977
기타비유동부채	341	317	330	343	355
부채총계	8,625	8,685	8,904	9,314	9,686
자본금	261	279	285	285	285
주식발행초과금	3,999	3,981	3,981	3,981	3,981
이익잉여금	2,289	2,853	3,051	3,362	3,742
기타자본	46	5	5	5	5
지배주주지분자본총계	6,595	7,117	7,321	7,632	8,011
비지배주주지분자본총계	751	807	894	962	1,044
자본총계	7,345	7,924	8,215	8,594	9,055
순차입금	20	3,359	2,752	2,398	1,969
총차입금	3,322	4,762	4,262	4,262	4,262

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,009	5,204	2,183	3,176	3,777
BPS	56,790	61,290	64,301	67,031	70,364
주당EBITDA	5,652	10,215	10,402	9,540	10,034
CFPS	5,956	9,080	6,055	6,854	7,552
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	136.9	110.1	262.5	180.4	151.7
PBR	4.8	9.3	8.9	8.5	8.1
EV/EBITDA	63.1	66.8	79.4	76.0	71.8
PCFR	46.2	63.1	94.6	83.6	75.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.0	9.0	8.2	6.7	6.7
영업이익률(핵심)	3.0	9.0	8.2	6.7	6.7
EBITDA margin	7.4	12.9	11.7	9.7	9.5
순이익률	3.4	7.5	3.4	3.9	4.3
자기자본이익률(ROE)	4.1	9.0	4.2	5.2	5.9
투자자본이익률(ROIC)	13.0	11.4	5.7	5.3	5.7
안정성(%)					
부채비율	117.4	109.6	108.4	108.4	107.0
순차입금비율	0.3	42.4	33.5	27.9	21.7
이자보상배율(배)	2.7	7.7	7.8	7.4	8.0
활동성(배)					
매출채권회전율	1.6	3.0	3.4	3.4	3.3
재고자산회전율	5.1	4.3	4.3	4.6	4.8
매입채무회전율	2.0	2.6	2.7	2.6	2.6

Compliance Notice

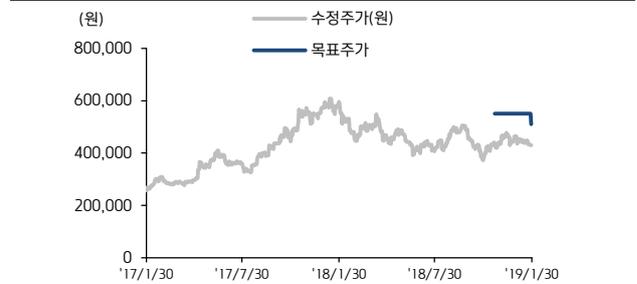
- 당사는 1월 29일 현재 '한미약품' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한미약품 (128940)	2018/11/21	BUY(Reinitiate)	550000원	6개월	-18.73	-13.30
	2019/01/30	Outperform(Downgrade)	510000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%