한미약품(128940)

하회 | 부합 | 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

호실적은 반갑지만 갈증은 여전하다

매출과 영업이익은 컨센서스를 크게 상회
올해는 실적보다는 R&D성과를 보여줘야 한다
Target multiple 조정하며 목표주가 12% 하향

Facts : 매출과 영업이익은 컨센서스를 크게 상회

2018년 4분기 매출액과 영업이익이 시장 컨센서스를 각각 15%, 42% 상회하는 호실적을 달성했다. 아모잘탄(고혈압 치료제), 로수젯(고지혈증 치료제) 등 처방의약품을 포함한 제품매출이 46%로 크게 늘었으며 처방의약품의 판매호조로 회사의 의약품 생산을 담당하는 연결 자회사 한미정밀화학의 매출도 25% 증가했다. 2017년 1분기부터 매분기 계상되어 오던 Genentech으로부터의 기술료 90억원 외 55억원(RAF저해제)의 기술료가 추가적으로 유입되면서 매출은 물론이고 영업이익도 크게 개선된 것으로 파악된다. R&D비용은 565억원으로 전년 대비 11% 늘었지만 비용 효율화를 통해 수익성을 관리했다. 한편 이연법인세 발생과 금융자산공정가치평가익 감소로 49억원의 당기순손실을 거둔 점은 아쉬운 대목이다.

Pros & cons : 이제는 추가적인 R&D결실을 보여줘야 할 때

영업이익이 컨센서스를 상회한 가장 큰 이유는 예상치 못했던 55억원의 기술료일 것이다. 이 부분을 차감하면 영업이익은 컨센서스에 부합하는 수준인 것으로 추정된다. 다만 올해는 R&D비용이 2,132억원으로 전년 대비 11% 증가할 것으로 예상되는 반면 Genentech으로부터의 기술료 유입은 종료된다. 즉 올해는 영업이익이 크게 개선될 수 있는 상황은 아니다. 우리는 추가적인 기술료 유입이 없다면 영업이익은 12% 감소할 것으로 예상한다. 반면 순차입금은 5천억원에 육박할 전망이다. 현금흐름 개선이나 valuation의 정당화 측면에서 이제는 기술료 유입이나 기술수출과 같은 추가적인 R&D의 결실이 절실하다.

Action : 신약가치 상승에 의한 기업가치 향상 기대

매수의견을 유지하나 피어그룹의 주가하락에 따라 목표 EV/EBITDA를 15.5배에서 13.8배로 내리며 SOTP로 산출한 목표주가를 53만원으로 12% 하향한다. 목표 시가총액은 5.9조원이며 본업가치 1.69조원, 신약가치 4.7조원, 순차입금 0.49조원을 합산하여 산출했다. 올해 상반기 HM15211(비만/NASH) 임상 1상 종료, HM12525A(당뇨/비만), 임상 2상 종료, HM43239(혈액암) 임상 1상 진입 등의 이벤트에서 신약가치 상승에 의한 기업가치 향상을 기대해 본다.

매수(유지)

목표주가: 530,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(1/29)	2,183
주가(1/29)	429,500
시가총액(십억원)	4,987
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	595,585/372,363
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,843
유동주식비율/외국인지분율(%)	58.0/13.4
주요주주(%)	한미사이언스 외 3 인 41.4
	국민연금 9.9

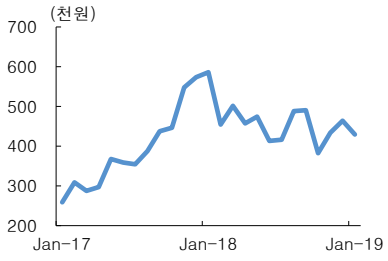
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	108.7	178.6	115.8
PBR(x)	9.1	7.7	7.5
ROE(%)	8.8	4.2	6.8
DY(%)	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(x)	58.3	44.5	45.0
EPS(원)	5,270	2,405	3,710
BPS(원)	62,645	56,091	57,026

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.4)	3.0	(26.1)
KOSPI 대비(%p)	(14.4)	7.9	(10.1)

주가추이



자료: FnGuide

진홍국
hg.jin@truefriend.com

<표 1> 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	232.6	245.7	241.3	235.3	293.8	24.9	26.3	250.6
영업이익	1.4	26.3	19.9	21.5	8.9	(58.6)	535.7	9.6
영업이익률(%)	0.6	10.7	8.2	9.1	3.0			3.8
세전이익	(0.9)	17.6	22.9	11.4	(1.5)	NM	66.7	6.4
순이익	8.4	7.7	13.4	11.5	(4.8)	NM	NM	4.2

자료: 한국투자증권

<표 2> 한미약품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019F
매출액	**234**	**223**	**228**	**233**	**246**	**241**	**235**	**294**	**917**	**1,016**	**1,029**
YoY	(8.9)	(5.0)	3.6	35.2	5.2	8.3	3.4	26.3	**3.8**	**10.8**	**1.3**
의약품	216	209	210	222	229	217	213	223	**856**	**882**	**928**
로열티	17	16	15	9	9	11	9	15	**58**	**45**	**14**
기타	1	(2)	3	2	7	13	13	56	**3**	**90**	**87**
원가&판관비	202	201	200	231	219	221	214	285	**834**	**939**	**962**
매출액 대비	86.6	90.3	87.8	99.4	89.3	91.7	90.9	97.0	**91.0**	**92.5**	**93.4**
R&D	37	37	46	51	47	49	41	57	**171**	**193**	**216**
인건비	26	27	26	36	31	29	29	38	**115**	**127**	**135**
수수료	15	19	17	16	17	17	15	15	**68**	**64**	**59**
기타	115	109	102	117	114	115	117	163	**444**	**508**	**496**
영업이익	**31**	**22**	**28**	**1**	**26**	**20**	**21**	**16**	**82**	**77**	**68**
YoY	39.0	236.9	102.2	흑전	(16.3)	(7.4)	(22.8)	1026.2	**206.9**	**(6.8)**	**(11.8)**
OPM	13.4	9.7	12.2	0.6	10.7	8.3	9.1	5.4	**9.0**	**7.5**	**6.6**
당기순이익	**19**	**12**	**21**	**8**	**8**	**13**	**12**	**(5)**	**60**	**28**	**43**
YoY	(50.3)	(37.9)	330.9	흑전	(59.5)	7.6	(44.2)	(157.4)	**159.1**	**(54.0)**	**54.3**
NPM	8.1	5.6	9.1	3.6	3.1	5.6	4.9	(1.6)	**6.6**	**2.7**	**4.2**

자료: 한국투자증권

<표 3> 한미약품 valuation(수정 후)

(단위: 십억원)

본업가치	**1,698**
2019F EBITDA	123.0
대형제약사 2018F/2019F 평균 EV/EBITDA	13.8
신약가치	**4,713**
에플라페그라스팀(롤론티스)	571
에페글레나타이드(GLP-1)	1,599
인슐린 콤보(insulin+GLP-1 agonist)	191
GLP/GCC dual (HM12525A)	697
RAF inhibitor(HM95573)	216
기타(18개 파이프라인, 개당 900억원 적용)	1,440
순차입금(2018F)	**(498)**
합계	5,914
발행주식수(백만주)	11.2
적정주가(원)	**529,747**

자료: 한국투자증권

<표 4> 한미약품 valuation(수정 전)

(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 5> Peer valuation

(단위: 십억원)

		유한양행	종근당	동아에스티	평균	한미약품
매출액	2017	1,462	884	555		917
	2018P	1,513	949	574		1,016
	2019F	1,610	1,013	593		1,029
영업이익	2017	89	78	24		82
	2018P	67	80	44		77
	2019F	91	83	41		68
영업이익률(%)	2017	6.1	8.8	4.3		9.0
	2018P	4.4	8.4	7.6		7.5
	2019F	5.7	8.2	7.0		6.6
순이익	2017	109	54	(5)		60
	2018P	85	44	39		28
	2019F	115	59	30		43
PER(x)	2017	23.9	24.3	N/A	24.1	108.7
	2018P	36.1	24.2	22.3	27.5	193.0
	2019F	26.4	19.1	27.5	24.3	115.8
EPS 증가율(%)	2017	(32.4)	31.0	적전	(5.9)	161.6
	2018P	(22.4)	(15.3)	흑전	(18.9)	(54.4)
	2019F	36.5	27.0	(18.9)	31.6	54.3
PEG(x)	2017	(0.7)	0.8	NA	0.0	0.7
	2018P	(1.6)	(1.6)	NA	(1.6)	(3.5)
	2019F	0.7	0.7	(1.5)	(0.0)	2.1
PBR(X)	2017	1.5	3.2	1.4	2.1	9.1
	2018P	1.7	2.5	1.4	1.9	8.3
	2019F	1.6	2.3	1.3	1.7	7.5
ROE(%)	2017	7.0	14.2	(0.9)	6.8	8.8
	2018P	5.2	10.8	6.2	7.4	4.2
	2019F	6.8	12.5	4.8	8.0	6.8
EV/EBITDA(x)	2017	19.3	13.5	18.4	17.1	58.3
	2018P	22.3	11.2	12.7	15.4	46.8
	2019F	18.0	10.5	13.0	13.8	45.0

주: 1월 29일 종가 기준

자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 1] 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%), 한미정밀화학(원료의약품 생산, 지분율 63.0%)가 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	841	658	556	561	600
현금성자산	130	47	(61)	(56)	(85)
매출채권및기타채권	272	250	255	261	297
재고자산	190	232	244	240	273
비유동자산	756	1,003	1,047	1,073	1,115
투자자산	43	72	79	81	87
유형자산	599	790	828	867	916
무형자산	40	46	48	46	43
자산총계	1,597	1,661	1,603	1,634	1,715
유동부채	544	639	436	422	468
매입채무및기타채무	275	286	266	256	305
단기차입금및단기사채	77	170	166	164	164
유동성장기부채	94	108	104	102	102
비유동부채	318	229	462	481	501
사채	110	50	23	13	3
장기차입금및금융부채	51	147	433	455	477
부채총계	862	869	898	903	969
지배주주지분	659	712	623	646	586
자본금	26	28	28	28	28
자본잉여금	417	415	415	415	415
기타자본	(9)	(16)	8	31	4
이익잉여금	229	285	177	182	153
비지배주주지분	75	81	82	85	87
자본총계	735	792	705	731	673

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	883	917	1,016	1,029	1,114
매출원가	422	398	475	460	494
매출총이익	461	518	541	569	619
판매관리비	434	436	464	502	577
영업이익	27	82	77	68	42
금융수익	8	5	3	2	2
이자수익	3	4	1	0	0
금융비용	10	11	12	12	12
이자비용	10	11	11	11	12
기타영업외손익	(17)	(18)	(17)	(3)	(3)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	8	59	50	54	29
법인세비용	(22)	(10)	16	11	6
연결당기순이익	30	69	34	43	23
지배주주지분순이익	23	60	28	43	23
기타포괄이익	(13)	(5)	(5)	(5)	(5)
총포괄이익	17	64	30	39	18
지배주주지분포괄이익	12	59	24	38	18
EBITDA	66	119	129	128	104

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	413	(63)	(47)	102	77
당기순이익	30	69	34	43	23
유형자산감가상각비	36	32	47	56	57
무형자산상각비	3	5	5	5	5
자산부채변동	332	(166)	(155)	(10)	(25)
기타	12	(3)	22	8	17
투자활동현금흐름	(355)	(153)	(85)	(95)	(105)
유형자산투자	(200)	(247)	(90)	(100)	(105)
유형자산매각	1	5	5	5	0
투자자산순증	(132)	104	(12)	(6)	(11)
무형자산순증	(23)	(15)	(7)	(3)	(2)
기타	(1)	0	19	9	13
재무활동현금흐름	(63)	138	28	3	4
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(35)	144	250	7	13
배당금지급	(20)	0	(6)	(5)	(6)
기타	(8)	(6)	(216)	1	(3)
기타현금흐름	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
현금의증가	(8)	(83)	(108)	5	(29)

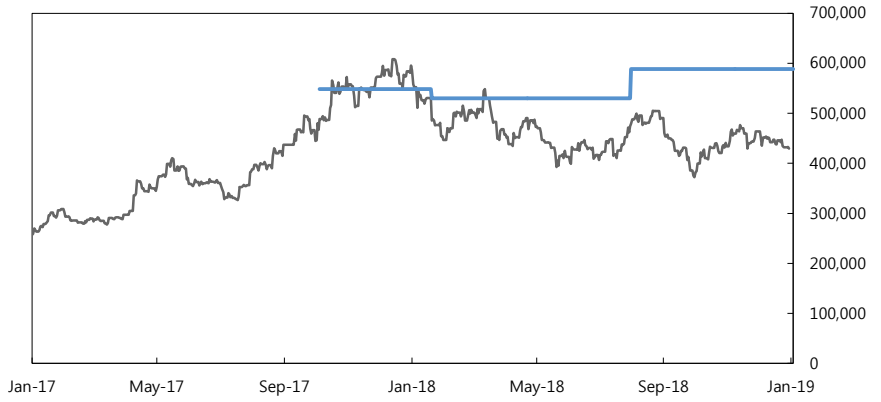
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,015	5,270	2,405	3,710	1,959
BPS	57,590	62,645	56,091	57,026	51,819
DPS	0	481	481	481	481
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(33.0)	3.8	10.8	1.3	8.2
영업이익증가율	(87.4)	206.9	(6.8)	(11.8)	(37.3)
순이익증가율	(84.9)	159.1	(54.0)	54.3	(47.2)
EPS증가율	(84.6)	161.6	(54.4)	54.3	(47.2)
EBITDA증가율	(74.9)	80.7	8.9	(0.9)	(19.1)
수익성(%)					
영업이익률	3.0	9.0	7.5	6.6	3.8
순이익률	2.6	6.6	2.7	4.2	2.0
EBITDA Margin	7.4	12.9	12.7	12.4	9.3
ROA	1.8	4.2	2.1	2.7	1.4
ROE	3.5	8.8	4.2	6.8	3.7
배당수익률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
배당성향	0.0	9.2	19.6	13.0	24.5
안정성					
순차입금(십억원)	2	336	695	697	739
차입금/자본총계비율(%)	45.2	60.1	103.0	100.4	110.9
Valuation(X)					
PER	136.4	108.7	178.6	115.8	219.2
PBR	4.8	9.1	7.7	7.5	8.3
EV/EBITDA	49.6	58.3	44.5	45.0	56.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한미약품 (128940)	2017.01.02	중립	-	-	-
	2017.11.03	매수	548,582원	0.6	10.9
	2018.02.19	매수	529,845원	-13.6	-25.9
	2018.08.30	매수	588,717원	-24.4	-14.2
	2019.01.30	매수	530,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 30일 현재 한미약품 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 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 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.